

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA

EKONOMICKÁ FAKULTA

DIPLOMOVÁ PRÁCE

2016

Bc. Aneta Dratvová

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA PODNIKOHOSPODÁŘSKÁ

Stanovení a řízení hodnoty podniku

Valuation and Value-Based Management of a Company

Student: Aneta Dratvová

Vedoucí diplomové práce: Ing. Jiří Franek

Ostrava 2016

VŠB - Technická univerzita Ostrava
Ekonomická fakulta
Katedra podnikohospodářská

Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Aneta Dratvová**
Studijní program: N6208 Ekonomika a management
Studijní obor: 6208T020 Ekonomika podniku
Téma: Stanovení a řízení hodnoty podniku
Valuation and Value-Based Management of a Company

Jazyk vypracování: čeština

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
 2. Vybrané metody oceňování a řízení hodnoty podniku
 3. Popis odvětví a charakteristika podniku
 4. Vlastní aplikace metod oceňování a doporučení pro řízení hodnoty podniku
 5. Závěr
- Seznam použité literatury
Seznam zkratk
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce
Seznam příloh
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:


LARRABEE, David T. a Jason A. VOSS. *Valuation techniques: discounted cash flow, earnings quality, measures of value added, and real options*. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc., 2013. 608 p. ISBN 978-1-118-39743-5.
MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.
VOCHOZKA, Marek. *Metody komplexního hodnocení podniku*. Praha: Grada Publishing, 2011. 246 s. ISBN 978-80-247-3647-1.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

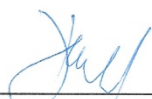
Vedoucí diplomové práce: **Ing. Jiří Franek**

Datum zadání: 20.11.2015

Datum odevzdání: 22.04.2016


Ing. Josef Kašík, Ph.D.
vedoucí katedry




prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
děkanka fakulty

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci „*Stanovení a řízení hodnoty podniku*“ vypracovala samostatně pod vedením Ing. Jiřího Franka a uvedla v seznamu literatury všechny použité literární a odborné zdroje.

V Ostravě22.4.2016.....

.....Aneta Dvořáková.....

vlastnoruční podpis autora

Obsah

Obsah.....	3
1 Úvod.....	5
2 Vybrané metody oceňování a řízení hodnoty podniku.....	6
2.1 Definice podniku	6
2.1 Hladiny hodnoty podniku	7
2.2 Předpisy, na základě kterých se oceňuje	8
2.3 Hodnota podniku	10
2.4 Kategorie hodnoty podniku	10
2.5.1 Tržní hodnota	11
2.5.2 Subjektivní hodnota (neboli investiční hodnota)	12
2.5.3 Objektivizovaná hodnota.....	13
2.5.4 Komplexní přístup na základě Kolínské školy.....	14
2.5.5 Další netržní kategorie hodnoty	15
2.5 Důvody pro ocenění podniku	16
2.6 Vybrané metody oceňování podniku	17
2.7.1 Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF).....	18
2.7.2 Metoda ekonomické přidané hodnoty	26
2.7.4 Tržní metody oceňování podniku.....	31
2.7.5 Majetkové metody oceňování podniku	31
3 Popis odvětví a charakteristika podniku.....	33
3.1 Základní údaje o společnosti BLOCK a.s.	33
3.1 Profil společnosti	33
3.2.1 Historie společnosti	34
3.2.2 Strategické cíle, vize, mise organizace, politika	35
3.2.3 Organizační struktura	36

3.2.4	Podnikatelské činnosti firmy BLOCK a.s.	38
3.2	Popis odvětví	39
3.2.1	Zákazníci (odběratelé).....	39
3.2.2	Konkurence	40
3.3	Vybrané ukazatelé finanční analýzy.....	41
3.4.1	Analýza rozvahy.....	41
3.4.2	Vývoj nákladů, tržeb a zisku	44
3.4.3	Finanční zdraví podniku.....	46
3.4.4	KralickuvQuick test.....	53
4	Vlastní aplikace metod oceňování a doporučení pro řízení hodnoty podniku	56
4.1	Metoda diskontovaných peněžních toků	56
4.2	Metoda ekonomické přidané hodnoty.....	59
4.3	Doporučení pro řízení hodnoty podniku.....	63
5	Závěr.....	64
	Seznam použité literatury.....	65
	Seznam grafů.....	67
	Seznam obrázků	67
	Seznam tabulek	67

1 Úvod

Problematika oceňování neustále nabývá na významu. Zejména v současnosti s rozšiřováním trhů, možných akvizicí a fúzí či slučováním a splynutím firem. Ocenění podniku je složitá a zejména komplexní oblast, o oceňovaném podniku potřebujeme mít úplné informace.

Hlavním cílem diplomové práce je vysvětlit vybrané metody oceňování, zejména výnosové metody, které jsou v České republice těmi nejpoužívanějšími a aplikovat je na výpočet hodnoty podniku BLOCK a.s.

Společnost BLOCK a.s. se zabývá realizací komplexních investičních celků pro farmacii a zdravotnictví a tento obor činnosti byl pro mě velice zajímavý, abych si vybrala zrovna tuto společnost pro zpracování mé diplomové práce.

Diplomová práce je rozdělena na tři části. V první části se věnuji teorii oceňování, vysvětlím jednotlivé kategorie hodnoty a možné způsoby výpočtu hodnoty podniku.

Druhá část je věnována charakteristice podniku BLOCK a.s., jeho nabídce, konkurenci a vymezení oboru činnosti, ve kterém se pohybuje. Následně jsou provedeny vybrané ukazatele finanční analýzy.

Třetí část práce je věnována ocenění hodnoty podniku na základě metody diskontovaných peněžních toků a metody ekonomické přidané hodnoty.

2 Vybrané metody oceňování a řízení hodnoty podniku

Při oceňování a řízení hodnoty podniku je důležité nejdříve říci, co vnímáme pod pojmem podnik – stanovit si jeho definici.

2.1 Definice podniku

Definic podniku existuje celá řada, my budeme považovat za nejdůležitější ustanovení obchodního zákoníku. Dle § 5 zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník (dále jen „obchodní zákoník“) podnikem rozumíme *„soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit.“*

Z toho vyplývá, že do podniku je zahrnut nejen hmotný a nehmotný majetek, ale i lidský činitel, který představuje pracovní sílu se svými znalostmi a zkušenostmi. Jen díky prostřednictvím těchto tří složek podniku současně může podnik správně fungovat a zabezpečovat svoji činnost, pro kterou byl zřízen.

„Podnik je funkčním celkem – entitou, která je nadána schopností přinášet určitý užitek, generovat určitý výnos v současnosti i budoucnosti.“¹

Funkce podniku vychází z ustanovení § 2 obchodního zákoníku, který říká: *„Podnikáním se rozumí soustavná činnost prováděná samostatně podnikatelem vlastním jménem a na vlastní odpovědnost za účelem dosažení zisku“.*

¹Kislingerová (1999, str. 6)

2.2 Hladiny hodnoty podniku

Podnik oceňujeme na dvou různých hladinách:

- Hodnota brutto – nám vyjadřuje hodnotu podniku jako celku, jako podnikatelské jednotky (entity). Zahrnuje hodnotu jak pro vlastníky, tak pro věřitele.
- Hodnota netto – nám vyjadřuje ocenění na úrovni vlastníků podniku, oceňujeme vlastní kapitál.²

Z důvodu nejednotnosti právní, účetní a další terminologie dochází k různým problémům v souvislosti s vyjadřováním pojmů, jako je obchodní majetek, obchodní jmění, čisté obchodní jmění, základní jmění. Tyto pojmy se totiž často překrývají a je nutné je od sebe oddělit.

§ 6 obchodního zákoníku říká: „*Obchodním majetkem podnikatele, který je fyzickou osobou, se pro účely tohoto zákona rozumí majetek (věci, pohledávky a jiná práva a peněží ocenitelné jiné hodnoty), které patří podnikateli a slouží nebo je určen k jeho podnikání. Obchodním majetkem podnikatele, který je právnickou osobou, se rozumí veškerý jeho majetek.*“

Definice obchodního majetku dle obchodního zákoníku je vymezením hladiny hodnoty brutto.

§ 6 obchodního zákoníku také vymezuje souhrnný pohled na majetek podniku a jeho závazky a je označen pojmem obchodní jmění. „*Pro účely tohoto zákona se soubor obchodního majetku a závazků vzniklých podnikateli, který je fyzickou osobou, v souvislosti s podnikáním označuje jako obchodní jmění (dále jen "jmění"). Jměním podnikatele, který je právnickou osobou, je soubor jeho veškerého majetku a závazků.*“

Pojmem čistý obchodní majetek je vymezena hladina hodnoty netto. § 6 obchodního zákoníku uvádí, že „*čistým obchodním majetkem je obchodní majetek po odečtení závazků vzniklých podnikateli v souvislosti s podnikáním, je-li fyzickou osobou, nebo veškerých závazků, je-li právnickou osobou.*“

² Mařík (2011)

V praxi jsou oceňovatelé nejčastěji vybízeni ke stanovení čisté (netto) hodnoty podniku, stanovují tedy velikost čistého obchodního majetku. Má-li oceňovatel stanovit celkovou (brutto) hodnotu podniku, vymezuje velikost obchodního majetku.

Další vymezení hodnoty netto nám umožňuje pojem vlastní kapitál. Dle § 6 obchodního zákoníku „*vlastní kapitál tvoří vlastní zdroje financování obchodního majetku podnikatele a v rozvaze se vykazuje na straně pasiv.*“

V této podkapitole je na místě zmínit rozdíl mezi dvěma terminologickými rovinami, vysvětlit si, kdy hovoříme o oceňování a kdy o ohodnocování podniku.

1. Oceňování – se stále využívá v České republice formou znaleckých posudků, oceňovatel musí skutečně určitým způsobem stanovit cenu platnou pro daný účel. Oceňování souvisí především s daňovou regulací.
2. Ohodnocování – je využíváno pro případy tržních transakcí. Oceňovatel stanovuje hodnotu ve výši očekávané či očekávatelné ceny obchodu. Vychází ze zadaných údajů nebo zjišťuje kategorii hodnoty.

2.3 Předpisy, na základě kterých se oceňuje

Co se týče oceňování, mají oceňovatelé tzv. volnou ruku. Není zde vymezen žádný obecně závazný zákon či předpis. Existují pouze doporučení a určité předpisy, které jsou dodržovány jen určitým dílčím způsobem. V České republice se oceňovatelé podniků řídí zejména ekonomickou teorií.

Při oceňování podniku se potýkáme s několika možnými předpisy, podle kterých je možné oceňování podniku provádět. Vybíráme mezi Českými předpisy, Mezinárodními či Evropskými oceňovacími předpisy nebo národními standardy některých konkrétních zemí, pod které jako nejdůležitější řadíme Americké oceňovací standardy US PAP a Německý standard IDW S1.

1. České předpisy - řídíme-li se Českými předpisy, pro stanovení hodnoty podniku je nám nápomocný Zákon o oceňování majetku č. 151/1997 Sb. a na něj navazující vyhlášky Ministerstva financí ČR a Metodický pokyn České národní banky (dříve Komise pro cenné papíry). Jejich nevýhodou však je, že se zaměřují jen na určitý okruh případů.

a) Zákon o oceňování majetku č. 151/1997 Sb. - stanovuje jen zlomek informací pro ocenění podniku jako celku, zaměřuje se spíše na dílčí majetkové položky jako například na nemovitosti, nehmotný majetek apod.

Tento zákon můžeme použít v případě, že bychom oceňovali v rámci zákona o konkurzu a vyrovnání, zákona o soudních poplatcích, zákona o dani dědické, dani darovací, dani z převodu nemovitostí a některých dalších předpisů.

b) Metodický pokyn České národní banky - byl zformulován pouze pro znalecké posudky, které jsou předkládány České národní bance. Díky tomuto pokynu je zajištěna přiměřenost ceny akcií při povinných nabídkách na odkoupení minoritních podílů. Postupem času byl i tento metodický pokyn nahrazen novým a nyní ho najdeme pod názvem "Informace ČNB k oceňování účastnických cenných papírů pro účely povinných nabídek převzetí, veřejných návrhů smlouvy a vytěsnění (OCE).“

2. Mezinárodní a Evropské oceňovací standardy - jsou opět pouhými mezinárodně uznávanými doporučeními. Nejsou nikterak závazná, ovlivňují jen některé zásahy, které by měly být při oceňování respektovány.

Mezinárodní oceňovací standardy (IVS - International Valuation Standards) jsou vydávány výborem pro Mezinárodní oceňovací standardy (IVSC - International Valuation Standards Council), Evropské oceňovací standardy (EVS – European Valuation Standards) jsou vydávány Evropskou skupinou odhadcovských asociací (TEGoVA – The European Group of Valuers Associations).

Mezinárodní a Evropské standardy jsou v poslední době aktualizovány každé dva roky.

3. Národní standardy některých zemí - jsou sice platné jen v některých daných zemích, ale jelikož se vztahují nejvíce k oceňování podniku, můžeme je využít i v jiných zemích.

Rozlišujeme zejména tyto 2 základní standardy:

a) Americké oceňovací standardy US PAP (Uniform Standards of Professional Appraisal Practice) vydávané Americkou společností odhadců (ASA - American Society of Appraisers) - jsou již dlouhodobě využívány ve Spojených státech, jsou stabilnější a hlavně

mají rozvinutější podmínky než v Evropě, a proto byly inspirací pro oceňovací postup i pro další země.

b) Německý standard IDW S1 vydávaný institutem německých auditorů (IDW - Institut der Wirtschaftsprüfer) - jako jediný je tento standard vhodný speciálně pro potřeby oceňování podniků. Můžeme v něm najít spoustu inspirativních pohledů, které ve světových standardech zatím obsaženy nejsou. I Německé standardy jsou vždy aktualizovány po několika letech.³

2.4 Hodnota podniku

V této podkapitole je nutné si říci, co to hodnota podniku vlastně je. Veškerí vlastníci podniku apelují na to, aby vyčíslená hodnota jejich podniku byla co nejvíce objektivní. Ale již zde je nutné podotknout, že objektivní hodnota podniku neexistuje, jednotliví oceňovatelé vytvářejí pouze její odhad neboli prognózu. Hodnota podniku závisí na spoustě hledisek.

*"Hodnota podniku v ekonomickém slova smyslu je chápána jako vztah mezi určitým subjektem a objektem za předpokladu racionálního chování."*⁴

Na hodnotu podniku se musíme zamyslet i z pohledu budoucnosti. Jistě by nám měla do budoucna přinášet užitek. *"Hodnota podniku je tedy dána očekávanými budoucími příjmy (bud' na úrovni vlastníků, nebo na úrovni všech investorů do podniku, tj. vlastníků i věřitelů) převedenými (diskontovanými) na jejich současnou hodnotu (angl. present value)."*⁵

Hodnota podniku je vyjádřena v penězích a její odhad se bude odvíjet podle toho, za jakým účelem je stanovována.

2.5 Kategorie hodnoty podniku

Podle toho, kdo na hodnotu podniku nahlíží a k jakému účelu ji potřebuje vyčíslit, rozlišujeme tyto základní přístupy k oceňování podniku: tržní hodnota, subjektivní hodnota (neboli investiční hodnota), objektivizovaná hodnota, komplexní přístup na základě Kolínské školy, další netržní kategorie hodnoty.

³ Mařík (2011).

⁴Tamtéž s. 20.

⁵Tamtéž

2.5.1 Tržní hodnota

Tržní hodnotu můžeme nejjednodušeji vysvětlit na příkladu existence trhu s podniky nebo také například trhu s podíly na vlastním kapitálu podniků. Na trhu musí vystupovat více kupujících a více prodávajících, aby mohl vzniknout prostor pro vytvoření tržní ceny. Poté záleží, kolik je konkrétní kupující ochoten zaplatit za daný produkt, v našem případě za podnik a na druhé straně, za kolik je konkrétní prodávající ochoten podnik prodat.

Postupným „smlouváním“ dochází ke vzniku potenciální tržní ceny, kterou nazýváme tržní hodnota.

Tržní hodnota je v současnosti nejvíce rozebíranou kategorií hodnoty podniku a někdy bývá také ztotožňována s cenou obvyklou. Nesmí však docházet k záměně tržní hodnoty s metodami ocenění na základě srovnatelných podniků či srovnatelných transakcí, které vycházejí z analýzy trhu a jsou tržními metodami.⁶

Mezinárodní organizace pro oceňování International Valuation Standards Committee (IVSC) vydává mezinárodní oceňovací standardy, ve kterých je jako jedna z nejdůležitějších definic vysvětlována definice tržní hodnoty.

„Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“⁷

Za odhadnutou částku považujeme nejlepší rozumně dostupnou cenu pro prodávajícího a nejvýhodnější rozumně dostupnou cenu pro kupujícího. Je tedy důležité, aby si prodávající stanovil minimální částku, kterou chce za podej podniku obdržet, a zároveň kupující si určil maximální částku, kterou je ochoten za daný podnik zaplatit. Protože se trhy a tržní podmínky neustále mění, je nutno tuto částku stanovit ke konkrétnímu datu, k přesnému dni ocenění.

Důležité je, aby transakce probíhaly mezi nezávislými stranami, nikterak zaujatými či mající společný zájem. Cena musí být typická pro trh, proto by například transakce mezi

⁶ Krabec (2009)

⁷ Mařík (2011, s. 22)

mateřskými či dceřinými společnostmi mohly způsobit zvýšení nebo naopak snížení ceny ve prospěch dané společnosti a hodnota podniku by nekorespondovala s tržní hodnotou.

„Tržní hodnota je chápána jako hodnota aktiva bez ohledu na náklady prodeje nebo koupě a bez započítání souvisejících daní.“⁸

Tržní hodnota může být vypočítána různými metodami například tržními či výnosovými metodami, nemusí být striktně odvozená pouze z cen daného aktiva na trhu. Měla by být odhadem rovnovážné ceny, tedy ceny, kterou určuje střed nabídky s poptávkou na rozvinutém a fungujícím trhu. V dnešních podmínkách složitě fungujícího trhu je odhadem rovnovážné ceny spíše interval, ve kterém se rovnovážná cena pohybuje. Nelze stanovit konkrétní bod s přesným vyčíslením.

Tržní hodnotu lze zejména použít při ocenění podniku, který je uváděn na burzu a také při prodeji podniku, kdy vlastník podniku nemá zatím zájemce na koupi, ale chtěl by znát pravděpodobné ocenění jeho podniku a tedy vědět, kolik na prodeji podniku vydělá.

2.5.2 Subjektivní hodnota (neboli investiční hodnota)

Subjektivní hodnota podniku nám dává odpověď na otázku: „Jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího?“ U subjektivní hodnoty se již neptáme na danou situaci na trhu, na její pravděpodobnou cenu. Zajímá nás konkrétní názor, pohled kupujícího, jeho očekávaný užitek z majetku.

Subjektivní hodnotu vysvětlují také Mezinárodní oceňovací standardy, které ji nazývají investiční hodnota.

„Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a /nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.“⁹

⁸ Mařík (2011, s. 24)

⁹ Mařík (2011, s. 26)

Také subjektivní hodnota má několik základních znaků, na základě kterých lze usoudit, že se jedná právě o subjektivní hodnotu podniku. Veškerá rozhodnutí či představy ohledně budoucího peněžního toku plynou ze strany řídicích pracovníků oceňovaného subjektu, manažerů, případně i investorů a diskontní míra těchto budoucích peněžních toků je určena na základě jiných možností jak investovat, které daný subjekt má.

Základní rozdíly mezi subjektivní (investiční) a tržní hodnotou můžou být v:

- očekávání, že konkrétní subjekt získá z plánované transakce jisté synergie,
- plánování proniknutí na nové trhy,
- konkrétní subjekt může mít určitý postoj k riziku, ale tento postoj je jiný, než je obvyklé na trhu jako celku,
- konkrétní subjekt může být optimističtější nebo naopak pesimističtější než je „průměrný“ řídicí pracovník, manažer či investor,
- určitý subjekt může být v odlišné daňové pozici, než je pro trh obvyklé.¹⁰

Investiční hodnotu tedy použijeme v případech koupě a prodeje podniku, kdy si daný subjekt není zcela jist, zda bude výsledná transakce pro něj výhodná, dále pokud se vlastník rozhoduje, zda má pokračovat v podnikatelské činnosti a chce si tedy vypočítat hodnotu následného použití podniku, pokud by byl schopen ještě s podnikem něco udělat, nebo má naopak podnikatelskou činnost ukončit a vypočítá si tak momentální likvidační hodnotu. Logicky se pak rozhodne pro činnost, u které bude hodnota vyšší.

2.5.3 Objektivizovaná hodnota

Opakem hodnoty subjektivní je hodnota objektivizovaná. Jelikož nebylo možné pracovat s pojmem objektivní hodnota, protože tato hodnota zkrátka neexistuje, hodnota není považována za objektivní vlastnost podniku, vznikl pojem objektivizovaná hodnota, kterou v současnosti využívají k oceňování jen profesionálové.

„Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že

podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku“.¹¹

Objektivizovaná hodnota nám odpovídá na otázku: „Jakou hodnotu lze považovat za obecně přijatelnou?“ Při stanovení hodnoty podniku by tato hodnota měla vycházet z všeobecně uznávaných dat, aby bylo možné dosáhnout co největší reprodukovatelnosti ocenění.

Objektivizovaná hodnota odpovídá hodnotě budoucích výnosů z pohledu vlastníka, kterou lze vypočítat při zohlednění všech realistických budoucích očekávání v rámci tržních šancí a rizik, zohlednění finančních možností podniku a zejména za splnění požadavku pokračování činnosti podniku při nijak nezměněném podnikovém konceptu.

Objektivizací můžeme chápat přístup založený na datech, který není závislý na určitém znalci či investorovi. Jedna z forem objektivizace spočívá ve využití dat z kapitálového trhu, kdy objektivizovaná hodnota je postavena na setrvání v nezměněném podnikovém konceptu. Druhou z forem objektivizace jsou odbornou veřejností přijaté uzance, které využíváme v případech nedostupnosti dat nebo také v případě, kdy není zcela známo, který zdroj dat použít.

Objektivizovaná hodnota tvoří dolní mez hodnoty podniku. Objektivizované ocenění použijeme v případě poskytování úvěru nebo při zjišťování současné reálné bonity podniku, zkrátka kde se nám jedná o prokazatelnost a současný stav.

2.5.4 Komplexní přístup na základě Kolínské školy

Komplexní přístup na základě Kolínské školy je jedním z přístupů, který využívá subjektivní oceňování. Podle Kolínské školy by se ocenění mělo přizpůsobovat v závislosti na obecných funkcích, kterých Kolínská škola rozeznává několik:

1. funkci poradenskou,
2. funkci rozhodčí,
3. funkci argumentační,
4. funkci komunikační,
5. funkci daňovou.

¹¹ Mařík (2011, s. 27)

Každé funkci odpovídá jiná kategorie hodnoty podniku. Již z názvů můžeme odvodit, čím se bude jednotlivá funkce zabývat, co bude cílem jednotlivé funkce. Funkce poradenská zastává v oceňování nejdůležitější funkci. Pomáhá jednotlivým subjektům na trhu, jak kupujícím, tak prodávajícím, nastavit si tzv. „hraniční hodnoty“ vymezující prostor pro cenové vyjednávání. Pro kupujícího je důležité vymezení maximální ceny, kterou může ještě zaplatit, aniž by pro něj obchod byl nevýhodný (jedná se tedy o hraniční hodnotu kupujícího), pro prodávajícího je důležité vymezení minimální ceny, za kterou může obchod uskutečnit, aniž by byl pro něj finančně nevýhodný (jedná se tedy o hraniční hodnotu prodávajícího). Ve funkci rozhodčí vystupuje nezávislý oceňovatel, rozhodčí, který sleduje zájmy, jak prodávajícího, tak kupujícího. Snaží se odhadnout pomyslné hraniční hodnoty obou účastníků a vybrat z nich jakýsi střed, tedy spravedlivou hodnotu v tomto rozpětí, která bude vyvažovat zájmy obou účastníků. Ve funkci argumentační se oceňovatel snaží nalézt argumenty, kterými by pomohl zlepšit pozici dané strany. Na straně jedné se snaží ovlivnit kupujícího, aby transakci uskutečnil za co nejnižší cenu, na straně druhé se snaží prodávajícímu odůvodnit, že právě ta nejvyšší prodejní cena, bude ta nejlepší. Při funkci komunikační jde o vyjednávání s veřejností, zejména s investory a bankami, při funkci daňové se snažíme získat podklady pro daňové účely.¹²

2.5.5 Další netržní kategorie hodnoty

Netržních kategorií hodnot je celá řada, vysvětlím alespoň ty nejdůležitější.

1. Reálná hodnota (fair value) – je „částka, za kterou by aktivum mohlo být směřeno mezi informovanými a nezávislými stranami, které mají na transakci zájem. Fair value vyžaduje odhad ceny, která je spravedlivá mezi dvěma konkrétními stranami při zohlednění výhod nebo nevýhod, které může každá strana z transakce mít.“¹³ Fair value má širší záběr, než pojem tržní hodnota. Někdy může být mezi dvěma subjekty spravedlivá cena právě na úrovni tržní hodnoty, jindy fair value obsahuje různé aspekty jako například zvláštní hodnotu, kterou mohou dva subjekty spojením nabýt a získat tak jistou výhodu. Tyto zvláštní hodnoty tržní hodnota přímo zakazuje.

¹² Mařík (2011)

¹³ Tamtéž s. 33.

2. Speciální hodnota (special value) – je „částka, nad tržní hodnotu, která odráží konkrétní vlastnosti aktiva, které mají hodnotu pouze pro tzv. speciálního kupujícího.“¹⁴ Vlastností aktiva mohou být různé fyzické, geografické, ekonomické či právní jevy, díky kterým se aktivum pro potenciálního kupujícího stává žádanějším.

3. Synergická hodnota (synergistic value) – je považována za „dodatečný prvek hodnoty vytvořený kombinací dvou a více majetkových podílů, kdy tato kombinace má vyšší hodnotu než suma jednotlivých podílů.“¹⁵

4. Likvidační hodnota (liquidation value) – je vypočítávána oceňovatelem při ocenění jednotlivých částí podniku, které dříve fungovaly v podniku společně, ale kvůli zamýšlenému ukončení podnikatelské činnosti jsou nyní jednotlivě nabídnuty k odprodeji. Při likvidaci podniku se tato likvidační hodnota ještě snižuje o související náklady jako například prodejní poplatky, administrativní, finanční a jiné náklady, daně atd.

5. Zbytková hodnota (salvage value) – je vypočítávána u podniku, který je již u konce své životnosti a tudíž nebude moci být dál využíván.

Výběr konkrétní kategorie hodnoty podniku bude vždy záležet na aktuálních podmínkách a účelu, pro který chce subjekt hodnotu svého podniku zjistit.

2.6 Důvody pro ocenění podniku

Jak už jsem zmínila, ocenění může sloužit k různým účelům a může vycházet z různých podnětů, jak ze strany vlastníka při prodeji, kupujícího při nákupu nebo ze strany banky při žádosti o úvěr či vstupu na burzovní trh. Při základním rozdělení oceňování bereme v úvahu, zda ocenění souvisí s vlastnickými změnami či nikoliv.

1. Ocenění související s vlastnickými změnami

Za ocenění s vlastnickou změnou považujeme například koupi a prodej podniku na základě smlouvy o prodeji podniku, ocenění v souvislosti s veřejným návrhem na koupi nebo směnu účastnických cenných papírů, ocenění v souvislosti s povinnou nabídkou na převzetí při ovládnutí cílové společnosti nebo ocenění v souvislosti s fúzí či rozdělením společností.

¹⁴ Mařík (2011, s. 33)

¹⁵ Tamtéž.

Většina těchto ocenění vychází z ustanovení obchodního zákoníku, zákona o nabídkách na převzetí či zákona o přeměnách obchodních společností a družstev.

2. Ocenění v případech, kdy nedochází k vlastnickým změnám

Za ocenění bez vlastnické změny považujeme například změnu právní formy společnosti, ocenění v souvislosti s poskytováním úvěru, ocenění v souvislosti se sanací podniku. Ať se jedná o jakýkoliv druh ocenění, je bezvýhradnou součástí stanovení, z jakého podnětu ocenění vzniklo či jakou kategorii hodnoty podniku se jedná, dále jaká úroveň hodnoty má být vyčíslena – čili netto nebo brutto a v neposlední řadě, ke kterému datu je oceňování prováděno.¹⁶

2.7 Vybrané metody oceňování podniku

Metody oceňování podniku dělíme podle tří hledisek na metody výnosové, které vycházejí z analýzy výnosů podniku, metody tržní, které jsme schopni odvodit dle analýzy aktuálních cen na trhu a majetkové metody, které vypočítáváme dle ocenění jednotlivých majetkových položek.

Tabulka 1 Přehled základních metod pro oceňování podniku

<p>1. Ocenění na základě analýzy výnosů (výnosové metody)</p> <ul style="list-style-type: none">• Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)• Metoda kapitalizovaných čistých výnosů• Kombinované (korigované) výnosové metody• Metody ekonomické přidané hodnoty
<p>2. Ocenění na základě analýzy trhu (tržní metody)</p> <ul style="list-style-type: none">• Ocenění na základě tržní kapitalizace• Ocenění na základě srovnatelných podniků• Ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu• Ocenění na základě srovnatelných transakcí• Ocenění na základě odvětvových multiplikátorů
<p>3. Ocenění na základě analýzy majetku (majetkové metody)</p>

¹⁶ Mařík (2011)

- Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen
- Substanční hodnota na principu reprodukčních cen
- Substanční hodnota na principu úspory nákladů
- Likvidační hodnota
- Majetkové ocenění a principu tržních hodnot

Zdroj: zpracováno dle Mařík (2011, str. 37).

V diplomové práci budou podrobněji rozepsány a následně v poslední kapitole propočítávány výnosové metody, zejména metoda diskontovaných peněžních toků (DCF) a metody ekonomické přidané hodnoty, proto si tyto metody více přiblížíme.

2.7.1 Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)

Metodu diskontovaných peněžních toků využijeme při potřebě provést subjektivní ocenění, vyčíslíme peněžní toky očekávané konkrétním subjektem. Tyto peněžní toky představují reálný užitek z drženého podniku, kterého konkrétní vlastník podniku nabývá. Cílem metody diskontovaných peněžních toků je tedy zjistit hodnotu čistého obchodního majetku neboli vlastního kapitálu. Hodnotu čistého obchodního majetku můžeme zjistit pomocí tří variant této výnosové hodnoty:

- metodou „entity“, za entity je považován podnik jako celek,
- metodou „equity“, equity představuje vlastní kapitál,
- metodou „APV“ (angl. Adjusted present value) neboli metodou „upravené současné hodnoty“.

Metoda DCF equity vychází z peněžních toků, kterými disponují pouze vlastníci podniku, a jejím diskontováním zjistíme přímo hodnotu vlastního kapitálu.

Metoda DCF APV vychází z hodnoty podniku jako celku, vypočtenou jako součet hodnoty podniku s nulovým zadlužením a současné hodnoty daňových úspor z úroků, a následného odečtení cizího kapitálu. Výslednou hodnotou je již hodnota netto.

Metoda DCF entity

Metoda DCF entity je nejčastěji využívanou metodou, a proto ji budeme věnovat největší pozornost. Stejně jako metoda DCF APV je vypočítávána ve dvou krocích. Nyní vycházíme z peněžních toků, kterými disponují nejen vlastníci, ale i věřitelé podniku a jejich diskontováním získáváme hodnotu podniku jako celku (tzv. hodnotu brutto). Hodnotu vlastního kapitálu (tzv. hodnotu netto) získáváme až odečtením cizího kapitálu od hodnoty brutto.

Zdali máme výsledky strategické analýzy, finanční analýzy a kompletně podložený finanční plán, můžeme pomocí metody diskontovaných peněžních toků začít s vlastním oceňováním podniku.¹⁷

Protože výsledná hodnota podniku jako celku odpovídá úrovni investovaného kapitálu, bude nám tento ukazatel nápomocný při výpočtu výsledné netto hodnoty podniku.

Aby bylo možné vypočítat výslednou hodnotu investovaného kapitálu, je třeba nejdříve upravit rozvahu a to v těchto krocích:

1. první úprava nám pomůže zjistit náklady na tento investovaný kapitál, a
2. druhá úprava nám rozčlení majetek na provozně nutný a nenutný.

Vyčleněním neprovozního majetku získáme hodnotu provozně nutného investovaného kapitálu, který zahrnuje provozně nutný pracovní kapitál a provozně nutný dlouhodobý majetek, a hodnotu celkového investovaného kapitálu, který vznikne sečtením provozně nutného investovaného kapitálu s neprovozními aktivy.

Výpočet jednotlivých ukazatelů investovaného kapitálu a neprovozního majetku je zásadní pro následný výpočet volných peněžních toků.¹⁸

Peněžní toky pro metodu DCF entity

U metody diskontovaných peněžních toků DCF entity vypočítáváme množství peněz, které je možno vzít z podniku, aniž by byl narušen jeho předpokládaný vývoj, vypočítáváme tzv. volné cash flow – FCF. Jedná se o volné peněžní toky, které jsou k dispozici jak vlastníkům (akcionářům) ve formě vyplácených dividend, tak věřitelům ve formě splátek úvěrů a úroků.

¹⁷ Mařík (2011)

¹⁸ Tamtéž

Tabulka 2 Výpočet volného peněžního toku (FCF)

1.	+ Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi (KPVH _D)
2.	– Upravená daň z příjmů (=KPVH _D x daňová sazba)
3.	= Korigovaný provozní výsledek hospodaření o daních (KPVH)
4.	+ Odpisy
5.	+ Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období
6.	= Předběžný peněžní tok z provozu
7.	– Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
8.	– Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
9.	= Volný peněžní tok (FCF)

Zdroj: zpracováno dle Mařík (2011, s. 170)

Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Ještě před samotným výpočtem volného peněžního toku si musíme říct, jak vypočítáme korigovaný provozní výsledek hospodaření.

Korigovaný provozní výsledek hospodaření je totožný s výsledkem hospodaření pro výpočet ekonomické přidané hodnoty, který je nazýván NOPAT (net operating profit after tax) – čistý operační zisk po dani. Ale protože české účetnictví vychází z údajů výsledovky z ukazatelů jako je provozní, finanční a mimořádný výsledek hospodaření, pracuje s pojmy jako výsledek hospodaření za běžnou činnost a výsledek hospodaření za účetní období, musíme při výpočtu korigovaného provozního výsledku hospodaření některé položky z těchto účetně známých ukazatelů odečíst.

Korigovaný provozní výsledek hospodaření by neměl obsahovat žádné jednorázové položky, které netvoří v podniku výsledky trvalého charakteru. U provozního výsledku hospodaření tomu mohou být například výnosy z prodeje dlouhodobého majetku a s ním spojené náklady, které nijak nesouvisí s hlavní činností podniku. U finančního výsledku hospodaření zase výnosy z prodeje cenný papírů a s nimi související náklady, které nejsou součástí hlavní činnosti podniku. Dále by neměly být v korigovaném provozním výsledku obsaženy jakékoliv výnosy a náklady související s majetkem provozně nenutným jako například odpisy z majetku, který není využíván k zajištění hlavního provozu podniku, u výnosů z finančního majetku je také důležité rozhodnout, zdali tento finanční majetek spadá do

provozně nutného investovaného majetku či nikoliv. Protože se snažíme vypočítat zisk a cash flow, které je k dispozici jak vlastníkům, tak věřitelům, nesmíme při úpravě korigovaného provozního výsledku hospodaření odpočítávat náklady na cizí kapitál. Jak je tomu s mimořádným výsledkem hospodaření, je již patrné z názvu, že jeho obsahem jsou náklady a výnosy z mimořádných operací podniku mající přechodný charakter, tím pádem mimořádný výsledek hospodaření při ocenění neberme v úvahu.¹⁹ Výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření shrneme v jednoduché tabulce.

Tabulka 3 Výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření

Provozní výsledek hospodaření (z výsledovky)
– Provozní výnosy jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
+ Provozní náklady jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
+ Výnosy z finančních investic a výnosové úroky, pokud plynou z provozně nutného majetku
– Finanční náklady související s provozně potřebným majetkem
= Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Zdroj: zpracováno dle Mařík (2011, s. 174)

Nyní si řekneme, v jakých hladinách počítáme s investicemi do provozně nutného investovaného kapitálu, které nám vstupují do výpočtu volného peněžního toku. Jedná se o investice brutto, tzn. o veškeré investiční výdaje. Investicím brutto odpovídá součet investic v hodnotě netto a hodnotě odpisů. Přejdeme-li k výpočtu samotných investic do provozně nutného dlouhodobého majetku, spočítáme tuto hodnotu jako rozdíl stavu dlouhodobého majetku ke konci zjišťovaného roku a stavu dlouhodobého majetku ke konci předcházejícího roku plus přičteme odpisy za zjišťovaný rok. Stejně tomu tak bude při výpočtu investic do provozně nutného pracovního kapitálu, kdy odečteme stav upraveného pracovního kapitálu ke konci předcházejícího roku od stavu upraveného pracovního kapitálu ke konci zjišťovaného roku.

¹⁹ Mařík (2011)

Diskontní míra pro metodu DCF

Hlavním úkolem diskontní míry je převést budoucí výnosy na současnost, vyjádřit očekávanou výnosnost investice v čase a přitom zohlednit míru rizika spojenou s investicí do nákupu akcií podniku.²⁰ Diskontní míru po metodu DCF entity určíme na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC). Průměrné vážené náklady kapitálu se rovnají příjmům, které investoři očekávají ze svých investic do podniku a tomu odpovídajícímu riziku.²¹ Podniky využívající poskytnuté vlastní a cizí zdroje s vyšší efektivností jsou schopny dosáhnout nižších průměrných nákladů na kapitál. Průměrné vážené náklady kapitálu vypočítáme jako:

$$WACC = n_{CK}(1 - d) \frac{CK}{K} + n_{VK(Z)} \frac{VK}{K} \quad (1)$$

kde: n_{CK} je očekávaná výnosnost do doby splatnosti u cizího kapitálu vloženého do podniku (=náklady na cizí kapitál), d je sazba daně z příjmu platná pro oceňovaný subjekt, CK je tržní hodnota cizího úročeného kapitálu vloženého do podniku, $n_{VK(Z)}$ je očekávaná výnosnost vlastního kapitálu oceňovaného podniku při dané úrovni zadlužení podniku, VK je tržní hodnota vlastního kapitálu, K je celková tržní hodnota investovaného kapitálu.²²

Při výpočtu průměrných vážených nákladů kapitálu se řídíme těmito třemi kroky:

1. nejdříve musíme určit váhy jednotlivých složek kapitálu na celkovém investovaném kapitálu,
2. poté zjistíme náklady na cizí a vlastní kapitál,
3. nakonec propočítáme průměrné vážené náklady kapitálu.

Propočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu pomocí dvoufázové metody

Dvoufázová metoda stanovení hodnoty podniku nám rozděluje budoucí období, které oceňujeme, na 1. fázi, ve které je oceňovatel schopen stanovit prognózu volných peněžních toků pro jednotlivá léta, která si zvolí, a na 2. fázi nazývanou pokračující hodnota, která

²⁰ Kislingerová (1999)

²¹ Mařík (2011)

²² Tamtéž.

odpovídá součastné hodnotě očekávaných peněžních toků od konce první fáze až do nekonečna.

Hodnota podniku se vypočítá:

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{PH}{(1+i_k)^T} \quad (2)$$

kde: T je délka první fáze v letech, PH je pokračující hodnota, i_k je kalkulovaná úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu.²³

Stanovení délky první i druhé fáze není zanedbatelnou záležitostí, neboť pokračující hodnota hraje při ocenění podniku velice důležitou roli. To, jak dlouhou první i druhou fázi oceňovatel zvolí, může vycházet z těchto hledisek:

1. Tvorba hodnoty - podle prvního hlediska by měla být délka první fáze tak dlouhá, jak dlouho lze očekávat, že podnik bude schopen tvořit novou hodnotu (kladnou ekonomickou přidanou hodnotu) tzn., bude ve fázi, kdy je schopen získat a hlavně udržet si značnou konkurenční výhodu.
2. Fáze životního cyklu - druhé hledisko nám říká, abychom zvolili délku první fáze podle fáze životního cyklu, ve kterém se daný podnik právě nachází.
3. Fáze cyklu konjunktury - délka první fáze může záviset také na fázi cyklu konjunktury, ve které se ekonomika nachází.
4. Rovnováha - první fáze by měla být tak dlouhá, aby po jejím uplynutí podnik dosáhl stavu rovnováhy. Rovnováha nastává v situacích, kdy má podnik například konstantní rentabilitu investovaného kapitálu, tržby v podniku rostou stabilním tempem nebo má konstantní rentabilitu nových investic v druhé fázi či konstantní ziskové marže.
5. Délka podnikových plánů - délka období, pro které podnik sestavuje plány, doplňkově také názor vedení podniku na délku tohoto období může ovlivnit stanovení délky první fáze.

²³ Mařík (2011, s. 178)

Výpočet pokračující hodnoty

Pokračující hodnotu můžeme vypočítat několika způsoby, my se zaměříme na výpočet pomocí Gordonova vzorce a parametrického vzorce (vzorce založeného na faktorech tvorby hodnoty). Při aplikaci Gordonova vzorce pokračující hodnota odpovídá současně hodnotě této nekonečně rostoucí časové řady peněžních toků ve druhé fázi a vypočítá se:

$$\text{Pokračující hodnota v čase } T = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g} \quad (3)$$

kde: T je poslední rok prognózovaného období, i_k jsou průměrné náklady kapitálu = kalkulovaná úroková míra, g je přepokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze, tj. do nekonečna, FCFF je volný peněžní tok do firmy, podmínkou platnosti vzorce je, aby bylo $i_k > g$ ²⁴

Při využití Gordonova vzorce musíme ještě vypočítat hodnotu volného peněžního toku pro první rok, kdy již nemáme k dispozici plán.

$$FCFF_{T+1} = FCFF_T \times (1 + g)^{25} \quad (4)$$

Vzorec založený na faktorech tvorby hodnoty (parametrický vzorec)

Parametrický vzorec vypočítáme pomocí použití ukazatele korigovaný provozní výsledek hospodaření snížený o upravené daně (KPVH) a očekávané rentability nových (čistých) investic (r_I), za kterou se považuje přírůstek provozně nutného investovaného majetku a výsledný parametrický vzorec vypadá takto:

$$\text{Pokračující hodnota} = \frac{KPVH_{T+1} \times (1 - \frac{g}{r_I})}{i_k - g} \quad (5)$$

kde: $KPVH_{T+1}$ je korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních v prvním roce po uplynutí období prognózy.

Rentabilita čistých investic (r_I) je vypočítána jako:

²⁴ Mařík (2011, s. 183)

²⁵ Tamtéž

$$r_I = \frac{\text{Přírůstek provozního zisku po daních}}{\text{Přírůstek investovaného kapitálu v předchozím roce}} = \frac{KPVH_t - KPVH_{t-1}}{K_{t-1} - K_{t-2}} \quad (6)$$

kde: K_{t-1} je provozně nutný investovaný kapitál k počátku rok t , K_{t-2} je provozně nutný investovaný kapitál k počátku roku $t-1$.

Dalším důležitým vzorcem pro následné vypočítání pokračující hodnoty je vzorec míry investic, který odpovídá podílu zisku na čistých investicích.

$$\text{Míra investic } m_I = \frac{\text{Investice netto}}{KPVH} = \frac{g}{r_I}^{26} \quad (7)$$

Metoda DCF equity

Jak už bylo uvedeno, metoda DCF equity vychází z peněžních toků, kterými disponují pouze vlastníci podniku (FCFE – free cash flow to equity), a jejím diskontováním zjistíme přímo hodnotu vlastního kapitálu. Samotný výpočet volných peněžních toků pro vlastníky bude vypadat takto:

Tabulka 4 Výpočet volných peněžních toků pro vlastníky

Korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních (KPVH)
+ Odpisy
+ Ostatní náklady, které nemají v daném období charakter výdajů
– Investice do upraveného pracovního kapitálu provozně nutného
– Investice do pořízení dlouhodobého majetku provozně nutného
= FCF na úrovni podnikatelské jednotky (tj. entity)
– Úroky z cizího kapitálu snižené o daňový štít, tj. $\text{úrok} * (1 - \text{daňová sazba})$
– Splátky úročeného cizího kapitálu
+ Nově přijatý úročený cizí kapitál
= FCFE

²⁶ Mařík (2011, s. 186-187)

Zdroj: zpracováno dle Maříka (2011, s. 205)

Poté volné peněžní toky pro vlastníky diskontujeme náklady vlastního kapitálu a získáme výnosovou hodnotu vlastního kapitálu. Pokračující hodnotu vypočítáme podle následujícího vzorce:

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{(1+i_k)^t} + \frac{FCFE_{T+1}}{i_k - g} \times \frac{1}{(1+i_k)^T} \quad (8)$$

kde: i_k je kalkulovaná úroková míra na úrovni nákladů vlastního kapitálu při konkrétní míře zadlužení podniku, g je předpokládané tempo růstu FCFE ve druhé fázi horizontu budoucích let.²⁷

2.7.2 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Řídíme-li se při oceňování podniku ukazatelem EVA – ekonomicky přidané hodnoty, je našim hlavním cílem maximalizace zisku. Nejedná se o zisk účetní, který vypočítáme rozdílem účetních nákladů od výnosů, ale o zisk ekonomický.²⁸ U ukazatele ekonomického zisku jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu včetně nákladů na vlastní kapitál. Ekonomickou přidanou hodnotu můžeme využít nejen při oceňování hodnoty podniku, ale také při finanční analýze, kdy pomocí ukazatele EVA zkoumáme vývoj jiných parametrů podniku a pomocí ukazatele EVA můžeme motivovat a hodnotit pracovníky a snažit se ta o maximalizaci tržní hodnoty podniku.

Ukazatel EVA vypočítáme jako:

$$EVA = NOPAT - Capital \times WACC \quad (9)$$

²⁷ Mařík (2011, s. 206)

²⁸ Vochozka (2011)

kde: NOPAT je net operating profit after taxes, tj. zisk z hlavního provozu podniku po dani, Capital je kapitál vázaný v aktivech potřebných k hlavnímu provozu podniku, WACC jsou průměrné vážné náklady kapitálu (weighted average cost of capital).

NOPAT je „operační výsledek hospodaření po odpočtu upravených daní. Upravené daně se vyznačují:

- a) vyloučením vlivu neprovozních nákladů a výnosů,
- b) výpočtem daně za předpokladu, že by byl podnik financován jen vlastním kapitálem (tj. nejsou například snižovány nákladovými úroky).
- c) vyloučením latentních daní, pokud jsou účtovány.²⁹

Ukazatel Capital bývá nahrazen pojmem NOA (net operating assets), což jsou čistá operační aktiva. A právě výsledek hospodaření z operační činnosti (NOPAT) by měl obsahovat takové náklady a výnosy, které souvisejí s aktivy, která jsou součástí ukazatele NOA.

Existují dva možné způsoby, kterými lze k hodnotě ukazatele EVA za rok t dojít, buď pomocí vzorce nákladů na kapitál, nebo hodnotového rozpětí.

$$EVA_t = NOPAT_t - NOA_{t-1} \times WACC_t \quad (10)$$

Vzorec můžeme zkráceně napsat jako:

$$\text{Operační ekonomický zisk} = \text{Operační zisk} - \text{Celkový náklad na kapitál} \quad (11)$$

Druhou možností je vzorec:

$$EVA_t = \left(\frac{NOPAT_t}{NOA_{t-1}} - WACC_t \right) * NOA_{t-1} \quad (12)$$

Vzorec opět můžeme zkráceně zapsat jako:

$$\text{Operační ekonomický zisk} = (\text{Operační rentabilita} - WACC) \times \text{Operační aktiva}^{30} \quad (13)$$

Ještě před samotným propočítáváním ukazatelů vedoucí k výsledné hodnotě podniku pro vlastníky je třeba mít na mysli očištění veškerých účetních dat na data ekonomická. Smyslem je úprava, která odpovídá co nejvíce ekonomické realitě podniku.

²⁹ Mařík, Maříková (2005, s. 17)

³⁰ Mařík (2011, s. 284-285)

Úprava rozvahy – propočet NOA

První úpravy provádíme na úrovni rozvahy. Pro výpočet NOA je třeba:

- z celkových aktiv vydělit neoperační aktiva,
- od aktiv je potřebné odečíst neúročený cizí kapitál,
- vyloučit mimořádné položky (dosud vypsane úpravy již byly zmíněny při úpravách výpočtu předchozích metod oceňování),
- účetní aktiva je nutno převést na „skutečná“ aktiva.³¹

Mezi účetní úpravy zahrneme úpravu aktiv dle Mezinárodních účetních standardů, ve kterých se píše, že *„pro zachycení aktiva v účetní závěrce není podstatné, zda máme k aktivu vlastnické právo, ale to, zda máme pod kontrolou užítky z tohoto aktiva.“*³² Proto budou zahrnuta všechna aktiva, která podnik využívá, aniž by o nich vedla záznam v účetnictví. Příkladem může být majetek pořízený na leasing, který podle právního hlediska není majetkem podniku, ale splňuje ekonomickou definici aktiva. Úpravu povedeme jak na straně aktiv – zvýšením o hodnotu majetku, tak na straně pasiv – úročené závazky se nám zvýší o závazek vůči leasingové společnosti.

Další účetní úpravou by mohly být například náklady na školení pracovníků či velká část nákladů na reklamu, marketing. Místo ročního nákladu by tyto náklady měly být rozpočítány na jednotlivá léta ve formě odpisů a v položce NOA se mělo objevit pořízení tohoto nehmotného aktiva.

Další z úprav by měla být provedena v přecenění majetku, hodnoty vykazované v účetnictví převést na hodnoty odpovídající realitě. Například cenné papíry vykazovat v tržních hodnotách, hmotný dlouhodobý majetek zase v reprodukčních cenách snížených o opotřebení.³³

Úprava výsledovky – propočet NOPAT

Mezi první úpravy výsledovky vedoucí ke správnému určení velikosti operačního výsledku hospodaření (NOPAT) patří zásada, aby ukazatel NOPAT korespondoval

³¹ Mařík (2011)

³² Tamtéž s. 287.

³³ Tamtéž. s. 287-288.

s ukazatelem NOA. To znamená, aby aktiva zahrnuté do výpočtu NOA byla zahrnuta do výpočtu NOPAT formou nákladů a výnosů z těchto aktiv. Ukazatel NOPAT musí být opět očištěn o některé účetní operace, aby vykazoval ekonomicky správná data.

Při výpočtu vycházíme z výsledku hospodaření za běžnou činnost, který obsahuje provozní výsledek hospodaření a finanční výsledek hospodaření, a proto musíme pro výpočet operačního výsledku hospodaření vyloučit z finančních nákladů například placené úroky, z výsledku hospodaření z běžné činnosti dále vyloučit mimořádné finanční náklady a výnosy a veškeré mimořádné položky, které se už v podniku nebudou opakovat například náklady na restrukturalizaci či prodej dlouhodobého majetku a mimořádné odpisy majetku. Dále je třeba vyloučit ten dlouhodobý a krátkodobý finanční majetek, který nepodmiňuje základní podnikatelské aktivity neboli výnosy z těchto nepotřebných aktiv. Neposlední operací by bylo zjištění tzv. upravené daně, tj. daně, která by byla placena z operačního výsledku hospodaření.

Hodnotu ukazatele EVA vypočítáme tedy následujícím postupem:

Tabulka 5 Schéma výpočtu metody EVA

Tržní hodnota operačních (tj. provozně potřebných) aktiv
+ Tržní hodnota neoperačních aktiv
– Tržní hodnota neúročených závazků
= Tržní hodnota vlastního kapitálu

Zdroj: zpracováno dle Mařík (2011, s. 295)

Hodnota operačních aktiv je při metodě EVA vypočítána jako:

Tabulka 6 Schéma výpočtu hodnoty operačních aktiv

Čistá operační aktiva (ne toperating assets – NOA)
+ Tržní přidaná hodnota (market value added – MVA)
= Tržní hodnota operačních aktiv

Zdroj: zpracováno dle Mařík (2011, s. 295)

Do vzorce tržní hodnoty operačních aktiv nám nově vstupuje tržní přidaná hodnota – MVA – neboli hodnota přidaná trhem. MVA se dá říct, že je současná hodnota budoucích EVA. EVA se zaměřuje na minulost, měří, jak byl podnik úspěšný během minulého roku, MVA se naopak zaměřuje na budoucnost, vychází z očekávání trhu v souvislosti

s perspektivou společnosti. Ukazatel MVA můžeme vypočítat jako rozdíl tržní hodnoty podniku jako celku, za kterou považujeme aktuální cenu na trhu, a hodnoty jeho aktiv (NOA).

Pro výpočet čisté hodnoty vlastního kapitálu podniku použijeme při dvoufázové metodě následujícího vzorce:

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left(\frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{WACC * (1+WACC)^T} - D_0 + A_0 \quad (14)$$

kde: H_n je hodnota vlastního kapitálu podniku (hodnota netto), EVA_t je EVA v roce t , NOA_0 jsou čistá operační aktiva k datu ocenění, NOA_{t-1} jsou čistá operační aktiva ke konci předchozího roku, tj. k počátku roku t , $NOPAT_t$ je operační výsledek hospodaření po dani v roce t , T je počet let explicitně plánovaných EVA, $WACC$ jsou průměrné vážené náklady kapitálu, D_0 je hodnota úročených dluhů k datu ocenění, A_0 jsou ostatní, tj. neoperační aktiva k datu ocenění.³⁴

Vztah metody DCF s metodou EVA

Jak už bylo uvedeno, jedná se o rozdíl mezi oceněním na bázi peněžních toků a oceněním na bázi účetního výsledku hospodaření. V případě, že u obou metod použijem stejné průměrné vážené náklady kapitálu, výpočet volných peněžních toků u metody DCF provedeme na úrovni operačního výsledku hospodaření (NOPAT), nikoliv účetního provozního zisku, a zároveň se bude rovnat hodnota investovaného provozně nutné kapitálu (v případě metody DCF) s hodnotou NOA (metoda EVA), dosáhneme při použití obou metod stejného výsledku.

Zajímavostí je, že nakonec hodnota NOA neovlivňuje výslednou hodnotu podniku. Platí totiž, čím nižší bude hodnota NOA, tím vyšší bude MVA a naopak, ale výsledný součet obou hodnot se nezmění.³⁵

³⁴ Mařík (2011, s. 297)

³⁵ Mařík (2011)

2.7.3 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Použitím metody kapitalizovaných čistých výnosů přímo vypočítáme hodnotu vlastního kapitálu podniku, aniž bychom museli nejdříve vypočítat hodnotu podniku celkem a poté odečítat hodnotu dluhů, jak je tomu u metody diskontovaných peněžních toků. To znamená, že výnosovou hodnotu počítáme z výnosů pouze pro vlastníky vlastního kapitálu. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů se snaží o co největší objektivitu, kladen je důraz zejména na minulá, prokazatelná data.³⁶

Kombinované (korigované) výnosové metody

Kombinované výnosové metody se snaží zkombinovat jak výnosové, tak i majetkové metody ocenění. Mezi kombinované výnosové metody řadíme „Metodu střední hodnoty (Schmalenbachova metoda)“ a „Metodu kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů“, která je díky zobrazení reziduálního zisku příbuzná metodě EVA.

2.7.4 Tržní metody oceňování podniku

Metody založené na analýze trhu spatřují zejména fyzické osoby jako ty nejjednodušší. Občané si dokážou zjistit ceny statků a služeb nabízených na trhu a díky tomu se na hladině tržního ocenění umějí pohybovat. Rozlišujeme dva základní typy ocenění, přímé ocenění na základě dat kapitálového trhu a ocenění metodou tržního porovnání. Mezi tržní metody oceňování podniku řadíme ocenění na základě tržní kapitalizace, srovnatelných podniků, srovnatelných transakcí, ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu a ocenění na základě odvětvových multiplikátorů.

2.7.5 Majetkové metody oceňování podniku

Ocenění na základě analýzy majetku nám pomáhá určit majetkovou podstatu podniku, kterou nazýváme substanční hodnota. Velikost majetkového ocenění je závislá na množství a struktuře položek majetku, jeho výhodou je jednoduchost a srozumitelnost. Majetkové metody oceňování podniku rozdělujeme v závislosti na tom, zda má vedení podniku v úmyslu pokračovat s podnikatelskou činností či nikoliv, nepředpokládá dlouhodobější existenci podniku. V prvním případě mluvíme o substanční hodnotě na principu reprodukčních cen nebo

³⁶ Mařík (2011)

úspory nákladů, účetní hodnotě vlastního kapitálu na principu historických cen či majetkové ocenění na principu tržních hodnot, v druhém případě se bude jednat o likvidační hodnotu.

3 Popis odvětví a charakteristika podniku

Ve třetí kapitole bude popsána charakteristika společnosti BLOCK a.s. a výpočet vybraných ukazatelů finanční analýzy.

3.1 Základní údaje o společnosti BLOCK a.s.

Podnik BLOCK a.s., se sídlem Stulíková 1392, 198 00 Praha 9, vznik 7. června 1991. Jedná se o akciovou společnost, jejíž hlavním předmětem podnikání je projektová činnost ve výstavbě a provádění staveb, jejich změn a odstraňování.

Dále se také zabývá montáží, opravou, revizí a zkouškami elektrických zařízení; zámečnictvím, nástrojařství; montáží, opravou a rekonstrukcí chladících zařízení a tepelných čerpadel; výrobou, instalací, opravou elektrických strojů a přístrojů, elektronických a telekomunikačních zařízení, opravou silničních vozidel; silniční motorovou dopravou (nákladní) provozovanou vozidly nebo jízdními soupravami o největší povolené hmotnosti nepřesahující 3,5 tuny, jsou-li určeny k přepravě zvířat nebo věcí a výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona.

Základní kapitál společnosti je tvořen 255 ks akcií na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 100 000 Kč.

Statutárním orgánem je představenstvo s předsedou a čtyřmi členy představenstva. Dozorčí rada má také svého předsedu a 2 členy dozorčí rady.

3.1 Profil společnosti

Společnost BLOCK a.s., se orientuje na komplexní služby v projektové přípravě, výrobě, výstavbě a následném servisu investičních celků s náročnými technologiemi a vysokou kvalitou prostředí (čisté prostory). Sídlo společnosti se sice nachází v Praze, ale hlavní kontaktní adresu má společnost ve Valašském Meziříčí, kde se nachází i obchodně marketingové centrum, logistické centrum a facility management. Jedná se o inženýrsky zaměřenou firmu se silným architektonickým a projekčním útvarem a zkušenou skupinou techniků, technologů a inženýrů pro realizaci náročných staveb. Středisko validačních inženýrů a techniků umožňuje společnosti ověřit kvalitu jejích služeb a zákazníkovi prokázat funkčnost dodaných staveb a technologií. Součástí činností společnosti je rovněž kvalitní servis čistých prostor a systému klimatizace, topení, chlazení, měření a regulace.

Mezi hlavní oblasti působnosti firmy patří farmacie a biotechnologie, chemie, laboratoře, zdravotnictví, elektrotechnika a potravinářství.

Pro realizaci náročných staveb a technologií společnost vyvinula, vyrábí a dodává komplexní systémy. Komplexní systémy jsou vytvářeny na základě dlouholetých zkušeností a prostorám zajišťují maximální spolehlivost. Výrobu veškerých komponentů pro tyto systémy společnost zajišťuje v rámci sdružení firem skupiny BLOCK.

Prostřednictvím dceřiných společností působí společnost v mnoha zemích světa, a poskytuje tak komplexní dodávky a spolehlivé služby všem jejím zákazníkům. Aktivní činnost vyvíjí v České republice, také prostřednictvím jediné dceřiné společnosti BS Vsetín, s.r.o. se sídlem ve Vsetíně, Slovensku (prostřednictvím dceřiné společnosti FOR Clean, a.s. se sídlem v Piešťanech), Polsku (BLOCK Sp. Z o.o. se sídlem ve Varšavě), Ukrajině (OOO B-Technikal se sídlem v Minsku), Rusku (OOO BLOCK Medfarm se sídlem v Moskvě), Německu (BLOCK Technical AG se sídlem v Gustavsburgu), Švýcarsku (BLOCK Technical AG se sídlem v Buochsu), Pobaltí a ostatních zemích SNS.

3.2.1 Historie společnosti

Akciová společnost BLOCK a.s. byla založena v roce 1991 českými fyzickými osobami. Po svém založení se firma začala intenzivně rozvíjet. V roce 1993 pracovalo v jednotlivých střediscích projekce, inženýringu, klimatizací a dodávek technologií 32 zaměstnanců. V současné době pracuje ve společnosti BLOCK a.s. více jak 200 zaměstnanců, čímž se řadí mezi středně velké společnosti v rámci České republiky.

Pro zajištění kvalitních služeb postupně vzniklo sdružení firem BLOCK GROUP, které dnes čítá 2 výrobní a 5 organizačních dceřiných společností. V roce 1993 byla založena první dceřiná společnost BS Vsetín zabývající se výrobou nábytku do čistých prostor, kanceláří a laboratoří. V roce 1996 byla založena první dceřiná společnost v zahraničí BLOCK GEO se sídlem v hlavním městě Gruzie Tbilisi.

Jedním s důležitých momentů společnosti bylo v roce 1997 získání certifikátu jakosti ISO 9001 od společnosti Lloyds Register, dále titulu Bezpečný podnik (2004) a v roce 2007 schválení certifikátu podle standardů systému environmentálního managementu ISO 14001 (Lloyd's Register Quality Assurance). V roce 2002 získala společnost Certifikát utajované skutečnosti, jenž vydává Národní bezpečnostní úřad ČR. V roce 2009 pak Osvědčení o autorizaci v oboru analýz, měření a testování, dále v roce 2011 certifikace systému

managementu BOZP OHSAS 18001:2007. Od konce roku 2014 je společnost BLOCK a.s. vlastněna společností Cleantech Group a.s.

3.2.2 Strategické cíle, vize, mise organizace, politika

Na počátku roku 2015 byly pro skupiny BLOCK stanoveny vize a strategické cíle, jako základ dalšího směřování společnosti.

Strategické cíle

Jedním z hlavních cílů společnosti je získat čelní místo mezi inženýrskými společnostmi s působností ve střední a východní Evropě dodávajícími investiční celky se zaměřením na farmacii, biotechnologie, chemický a elektrotechnický průmysl, zdravotnická zařízení a vědecko-výzkumná centra. Tento cíl společnosti pomůže naplnit vysoká odbornost a kvalita odváděné práce při optimálních nákladech a pružné reagování na potřeby zákazníků. Spokojený zákazník se vrací k BLOCKU®.

Společnost BLOCK a.s. je inovativní firmou. Dalším cílem je ve vývoji a inovacích spolupracovat se špičkovými odborníky a vědeckými ústavy v daném oboru. Dále formovat evropský trh v oblasti dekontaminace a sterilizace čistých prostor a izolátorové technologie parami peroxidu vodíku.

Za úspěchem společnosti stojí týmová práce zaměstnanců. Cílem společnosti je podporovat zaměstnance v jejich osobním a profesním rozvoji, vytvářet kvalitní pracovní prostředí, které jim umožní odvádět špičkovou práci.

Cílem společnosti je dostat se do širokého podvědomí na daném trhu prostřednictvím promyšleného marketingu. Značka BLOCK® = synonymum špičkových čistých prostor, spolehlivé izolátorové technologie, kvalitního laboratorního nábytku a funkčně nadčasového řešení investičních celků a provozních souborů.

Vize organizace

Vizí společností BLOCK a.s. je realizovat funkčně nadčasové investiční celky a provozní soubory pro HIGH technologie s důrazem na důslednou ochranu životního prostředí a optimalizaci investičních a provozních nákladů, patřit mezi evropské leadery ve výstavbě čistých prostor pro farmacii, biotechnologie, zdravotnictví a mikroelektroniku.

Další vizí společnosti je být i do budoucnosti dodavatelem kvalitního laboratorního nábytku a spolehlivé izolátorové technologie vyráběné podle potřeb zákazníka.

Misí organizace je vytvářet HIGH prostředí pro HIGH technologie, dále prostředí, které spojuje nároky technologií i personálu (win-win), prostředí, které je precizní, moderní, bezpečné a ekologické a vytvářet kvalitní podmínky pro své zaměstnance.

Společnost má zavedenou politiku kvality, jejímž základním cílem je spokojený zákazník. Společnost klade důraz na proces neustálého vzdělávání svých zaměstnanců, trvale zlepšuje účinnost svých procesů a cíleně dodává své služby v evropském standardu kvality.

Skupina BLOCK® dále dodržuje politiku ochrany životního prostředí, není ve svých činnostech výrazným znečišťovatelem životního prostředí.

Ve své činnosti a v realizaci svých projektů se zavazuje, bude v následujícím období dodržovat platná ustanovení všech právních předpisů, tj. zákonů, vyhlášek a nařízení souvisejících s ochranou životního prostředí. Tyto požadavky bude aplikovat do všech pracovních činností společnosti; bude udržovat a zlepšovat procesy související s ochranou životního prostředí; preventivními opatřeními minimalizovat možná znečištění životního prostředí; dodržovat, případně aktualizovat vypracované havarijní plány, a informovat veřejnost a zaměstnance o programech a dosažených cílech v oblasti ochrany životního prostředí – prostřednictvím www stránek.

Společnost BLOCK a.s. při práci dodržuje v rámci politiky bezpečnosti a ochrany zdraví platná ustanovení všech právních předpisů, tj. zákonů, vyhlášek a nařízení týkajících se bezpečnosti a ochrany zdraví při práci, aplikuje tato ustanovení do všech oblastí působení společnosti, trvale zlepšuje procesy související s BOZP a vede zaměstnance k dodržování a prosazování závazků stanovených v této politice.³⁷

3.2.3 Organizační struktura

Z důvodu maximálního zefektivnění chodu celé firmy rozhodlo představenstvo společnosti o změně organizační struktury společnosti. V současnosti se v podniku uplatňuje

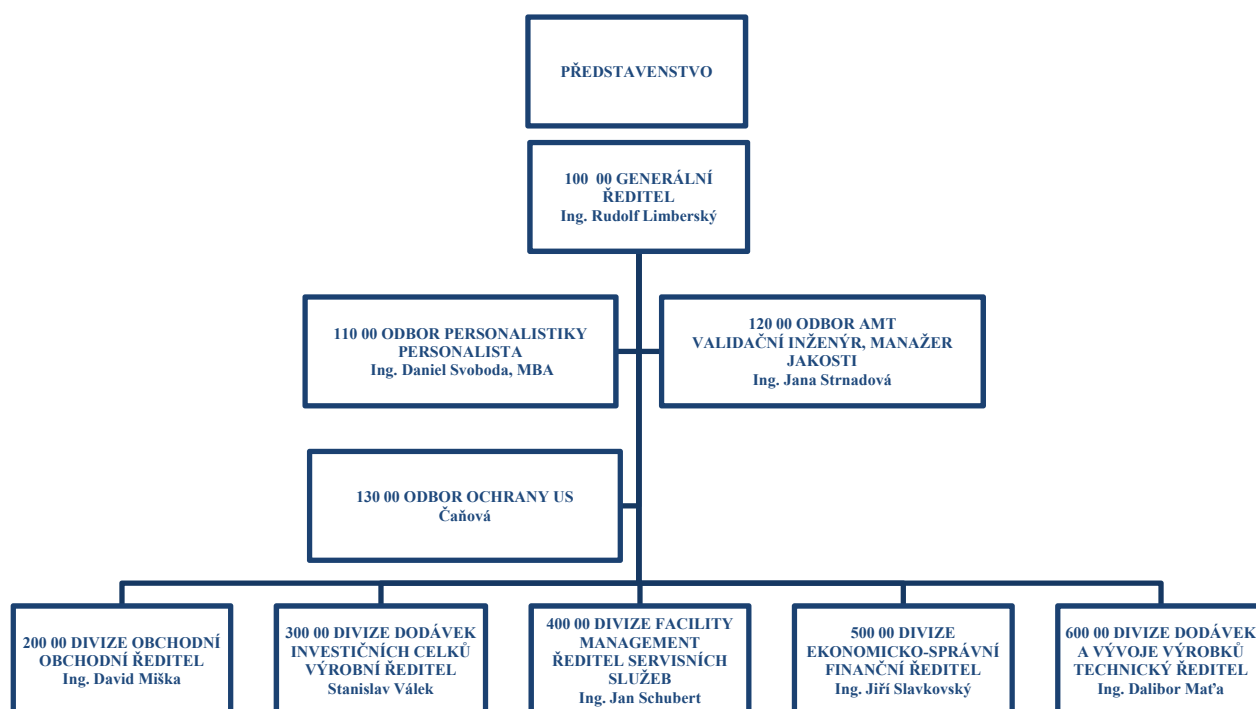
³⁷ BLOCK a. s. (2013)

liniová organizační struktura, kde konkrétnímu odboru či divizi je nadřazen jeden z ředitelů, a zároveň všichni ředitelé podřízeni tomu nejvyššímu, generálnímu řediteli.

Ve vedení společnosti stojí pan Ing. Rudolf Limberský jako generální ředitel společnosti. Odbor personalistiky vede personální ředitel Ing. Daniel Svoboda, MBA, odbor AMT vede validační inženýr, manažer jakosti Ing. Jana Strnadová, odbor ochrany US vede bezpečnostní ředitelka paní Čaňová.

Ve společnosti BLOCK a.s. je zavedeno pět divizí. Divizi obchodní vede obchodní ředitel Ing. David Miška, divizi dodávek investičních celků vede výrobní ředitel Stanislav Válek, divizi Facility management vede ředitel servisních služeb Ing. Jan Schubert, divizi ekonomicko-správní vede finanční ředitel Ing. Jiří Slavkovský a divizi dodávek a vývoje výrobků vede technický ředitel Ing. Dalibor Mat'a.

Obrázek 1 Organizační struktura společnosti BLOCK a.s.



Zdroj: vlastní zpracování.

3.2.4 Podnikatelské činnosti firmy BLOCK a.s.

Protože předmětem podnikání společnosti BLOCK a.s. je zejména projektová činnost ve výstavbě, provádění staveb, jejich změn a odstraňování, zaměříme se na nabídku činností právě v těchto oblastí. Projekční činnost společnost zpracovává pro oblast farmacie a biotechnologie, laboratoře, zdravotnictví a průmyslové stavby. BLOCK a.s. nabízí zpracování projektové dokumentace ve fázích:

- objemové a zastavovací studie, technologické studie, studie proveditelnosti,
- dokumentace pro územní řízení,
- Basic design,
- projektové dokumentace pro ohlášení a stavební povolení,
- zpracování tendrové dokumentace,
- projektové dokumentace pro realizaci stavby,
- konstrukční případně dílenské dokumentace,
- zpracování validační dokumentace.

Investiční celky společnost dodává jako ucelené funkční soubory. Prostory realizuje jak po stránce stavební, tak včetně dodávky kompletního vybavení. Dodávky mohou zahrnovat dodávky technologií a technologických celků pro farmacii, dodávky izolátorové technologie, vestavby čistých prostor (čisté prostory), stavební řešení (vestavby) laboratorních prostor, komplexní dodávky zdravotnických prostor, dodávky zdravotnického a laboratorního nábytku a potřebného technologického vybavení, dodávky zdrojů a rozvodů čistých medií a plynů a dodávky tepelné techniky, vzduchotechniky a klimatizace.

Společnost dále provádí validační práce na všech úrovních procesu, součástí kterého jsou instalační kvalifikace (IQ – Installation Qualification), operační kvalifikace (OQ – Operational Qualification), procesní kvalifikace (PQ – Performance Qualification) a procesní validace (Process Validation). Autorizovaná měření se uplatňují zejména při ověřování parametrů vnitřního prostředí operačních sálů a jejich zázemí, tkáňových bank a lékáren.

V rámci outsourcingových služeb společnost zajišťuje periodické servisní prohlídky a opravy čistých prostor, pravidelné preventivní prohlídky vzduchotechnických, klimatizačních a chladicích zařízení, servisní prohlídky a opravy dle jednorázových či dlouhodobých

objednávek, komplexní správu budov (Facility management) a revizi protipožárních klappek, elektrických zařízení a úniků regulovaných látek.

Samozřejmostí společnosti je provádění konzultační činnosti, expertního posouzení, energetických auditů a technické podpory zákazníkovi při výběru technologického vybavení.

3.2 Popis odvětví

Oblastí podnikání společnosti BLOCK a.s., jak už bylo zmíněno, je zejména projektová činnost ve výstavbě a provádění staveb, jejich změn a odstraňování. Výroba a výstavba investičních celků s náročnými technologiemi a vysokou kvalitou prostředí (čisté prostory) je velice specifickou záležitostí. Jedná se nejen o samotnou výstavbu těchto komplexů, ale také o dodávky technologických celků pro farmacii, dodávky zdravotnického a laboratorního nábytku a dalšího vybavení. Tyto obory činností se dotýkají nejen stavebnictví, ale i zdravotnictví, a proto nejde jednoznačně určit jedno odvětví, do kterého podle klasifikace ekonomických činností (CZ-NACE) spadají. Projektovou činnost ve výstavbě můžeme podle klasifikace CZ-NACE zařadit do sekce M – profesní, vědecké a technické činnosti, konkrétně pod architektonické a inženýrské činnosti a související technické poradenství. Provádění staveb může být zařazeno do sekce F – stavebnictví, konkrétně do výstavby bytových a nebytových budov, sekce C – zpracovatelský průmysl, konkrétně do instalace průmyslových strojů a zařízení. Obory činností dotýkající se zdravotnictví můžeme zařadit do sekce C – zpracovatelský průmysl, konkrétně do výroby lékařských a dentálních nástrojů a potřeb.

3.2.1 Zákazníci (odběratelé)

BLOCK a.s. se vždy snaží přizpůsobit požadavkům zákazníka. Jednotlivé zakázky jsou odrazem kvality a s tím souvisí také výrazné finanční ohodnocení těchto zakázek.

Mezi nejvýznamnější zákazníky v oblasti **průmyslových staveb** jsou FEI Company (Brno), INA (Skalica, Slovensko), ASUS (Ostrava), ON Semiconductor a.s. (Rožnov pod Radhoštěm) a Hella Autotechnik s.r.o. (Mohelnice). V oblasti **farmacie** jsou důležitými zákazníky BIOVETA a.s. (Ivanovice na Hané), FARMAK a.s. (Olomouc), CTPark Hranice – SMITHS MEDICAL (Hranice na Moravě), TEVA CZECH INDUSTRIES, s.r.o. (Opava – Komárov), CHEMICKÁ FAKULTA VÚT (Brno), Národní Tkáňové centrum a.s. (Brno), ZENTIVA a.s. (Praha). Mezi významné zákazníky v oblasti **laboratoří** jsou Lékárna Fakultní nemocnice Olomouc, FARMAK a.s. (Olomouc), Geologický ústav AV ČR

(Praha), ECOCHEM a.s. (Praha), UK, fakulta přírodních věd (Praha). V oblasti **zdravotnictví** jsou to zákazníci jako například NH Hospital, a.s. (Hořovice), Fakultní nemocnice Ostrava, Fakultní nemocnice Bulovka (Praha), FN Hradec Králové, Nemocnice Valašské Meziříčí.

Kvůli složitosti jednotlivých zakázek nemá BLOCK a.s. až tak velké portfolio zákazníků. Díky tomu se mohou zaměstnanci společnosti věnovat každému zákazníkovi individuálně. Je to pochopitelné i z důvodu časové náročnosti přípravy jednotlivých kontraktů.

3.2.2 Konkurence

Společnost BLOCK a.s. má také v oblasti projekční činnosti a dodávky investičních celků jistou konkurenci. Jedná se o společnosti:

- **Lab&Pharma, spol. s r.o.** – společnost se sídlem v Praze 10 se zabývá inženýrskou a projektovou činností ve výstavbě, prováděním průmyslových staveb, zejména pro oblast farmaceutické výroby, konzultační a poradenskou činností pro oblast farmaceutické výroby, laboratoří všeho druhu a čistých prostor pro zdravotnické a průmyslové účely a také validací, měřeními a ověřováním prostor pro farmaceutickou výrobu.³⁸
- **EP Rožnov, a.s.** – společnost se sídlem v Rožnově pod Radhoštěm se zabývá investorsko-inženýrskou a inženýrsko-dodavatelskou činností, včetně zpracování projektové dokumentace všech stupňů. Činnost společnosti je specializovaná na projektování a realizaci čistých prostor pro elektrotechnický průmysl, farmacii, jemnou mechaniku, zdravotnictví, vědu a výzkum.³⁹
- **PROSPECT spol. s r.o.** – společnost se sídlem v Ostravě je inženýrská, projektová a dodavatelská společnost, která se orientuje na projekty výrob v oblasti farmaceutického, chemického a potravinářského průmyslu. V dodavatelské oblasti zajišťuje dodávky zařízení na čištění a neutralizaci odpadních plynů z různých výrob.⁴⁰
- **FAVEA engineering, s.r.o.** – společnost se sídlem ve Valašském Meziříčí je projekčně inženýrská organizace zabezpečující služby a dodávky pro farmacii, zdravotnictví, laboratoře a jiné provozy, vyžadující speciální parametry prostředí –

³⁸ Lab&Pharma (2016)

³⁹ EP Rožnov (2014)

⁴⁰ PROSPECT, spol. s r. o. (2015)

čisté prostory. Její rozsah činností je od konzultací a projektové dokumentace, přes inženýring a dodávky strojů, zařízení, zdrojů a rozvodů čistých médií, čistých prostor až po dodávku technologických celků na klíč.⁴¹

Tyto konkurující společnosti působí na trhu investičních výstaveb již několik let a také si již získaly své spokojené zákazníky. Co se týče vstupu nových podniků do odvětví, je tento vstup podmíněn vysokým finančním kapitálem, znalostmi výrobní technologie a také zkušenostmi s touto technologií. Uvedené podmínky vstupu do odvětví jsou dlouholetou záležitostí a neočekává se ohrožení ze strany nových konkurentů ve větším měřítku.

3.3 Vybrané ukazatelé finanční analýzy

3.4.1 Analýza rozvahy

Ve sledovaných letech 2009-2014 se hodnota celkových aktiv kromě roku 2010 postupně zvyšovala. Zvýšila se z částky 607 617 tis. Kč na částku 1 047 469 tis. Kč. Na zhruba 10% poklesu mezi lety 2009 a 2010 se podepsalo zejména snížení dlouhodobého nehmotného majetku a snížení dlouhodobých pohledávek. Jak jde vidět z tabulky, nejvýraznějším zvýšením bylo zvýšení dlouhodobé pohledávky mezi lety 2013 a 2014 z důvodu tvorby odložené daňové pohledávky, která v budoucnu společnosti může snížit daňovou povinnost.

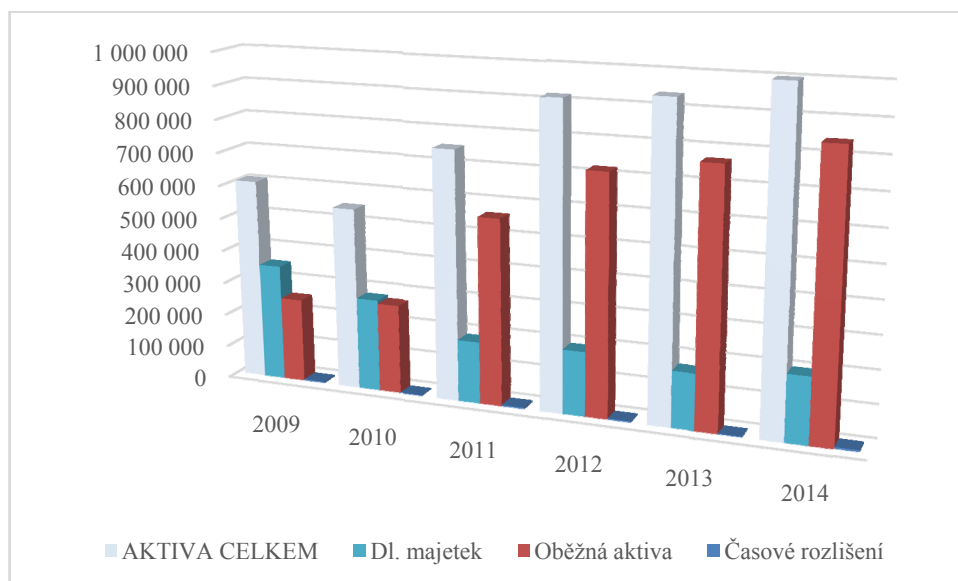
⁴¹ FAVING - FAVEA engineering, s.r.o. -- Váš partner v oblasti čistých technologií (čisté prostory, provozy atd.) (2015)

Tabulka 7 Analýza aktiv (v tis. Kč)

Ukazatel (v tis. Kč)	2009	2010	2011	2012	2013	2014
AKTIVA CELKEM	607 617	549 530	752 825	917 513	938 618	1 047 469
Dl. majetek	351 687	278 607	186 844	193 710	168 919	199 917
Dl. nehm. majetek	40 197	577	940	890	1 572	1 764
Dl. hmotný majetek	52 347	53 130	56 881	61 374	58 732	56 188
Dl. finanční majetek	259 143	224 900	129 023	131 446	108 615	141 965
Oběžná aktiva	252 990	269 364	562 569	720 855	767 943	842 548
Zásoby	30 533	27 417	50 306	34 797	69 450	60 774
Dl. pohledávky	942	3	3	3	3	2 339
Kr. pohledávky	213 761	217 084	251 728	484 445	419 991	415 001
Kr. fin. majetek	7 754	24 860	260 532	201 610	278 499	364 434
Časové rozlišení	2 940	1 559	3 412	2 948	1 756	5 004

Zdroj: vlastní zpracování.

Graf 3-1 Vývoj aktiv v letech 2009-2014 (v tis. Kč)



Zdroj: vlastní zpracování

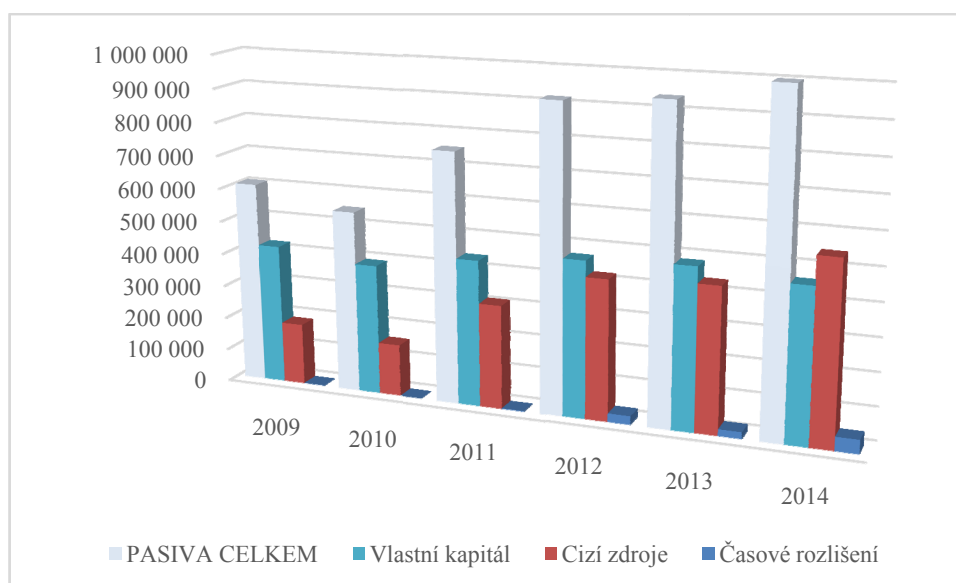
Tabulka 8 Analýza pasiv (v tis. Kč)

Ukazatel (v tis. Kč)	2009	2010	2011	2012	2013	2014
PASIVA CELKEM	607 617	549 530	752 825	917 513	938 618	1 047 469
Vlastní kapitál	422 408	393 041	439 494	469 932	483 793	460 411
Základní kapitál	25 500	25 500	25 500	25 500	25 500	25 500
Kapitálové fondy	226 949	187 173	86 939	105 361	61 311	73 971
Fondy ze zisku	4 670	5 500	6 526	5 690	5 403	5 567
HV minulých let	142 789	164 077	121 152	265 444	223 594	170 879
HV běžného období	22 500	10 791	199 377	67 937	167 985	184 494
Cizí zdroje	184 991	156 464	312 002	422 018	435 055	545 412
Rezervy	558	0	0	3 550	12 500	43 877
Dl. závazky	917	1 142	1 286	1 199	1 380	0
Kr. závazky	165 147	155 322	310 716	413 402	416 301	496 704
Bankovní úvěry	18 369	0	0	3 867	4 874	4 831
Časové rozlišení	218	25	1 329	25 563	19 770	41 646

Zdroj: vlastní zpracování

Celková pasiva musí korespondovat s celkovými aktivy, a tak i v případě pasivní strany rozvahy vidíme zhruba 10% pokles mezi lety 2009 a 2010. Snížení je zapříčiněno zejména na straně bankovních úvěrů, a to skutečností, že společnost v roce 2010 nečerpala žádný z revolvingových, krátkodobých ani kontokorentních úvěrů, kterých čerpala v předcházejícím roce. Výsledek hospodaření běžného období z důvodu finanční krize v roce 2009 klesl o více než polovinu. Nejvýraznější zvýšení výsledku hospodaření běžného roku lze vidět mezi lety 2010 a 2011 a to z částky 10 791 tis. Kč na částku 199 377 tis. Kč. Následně v roce 2012 došlo opět ke snížení výsledku hospodaření zhruba o 66 % na částku 67 937 tis. Kč. Od roku 2013 již výsledek hospodaření běžného roku rostl stabilním tempem.

Graf 3-2 Vývoj pasiv v letech 2009-2014 (v tis. Kč)

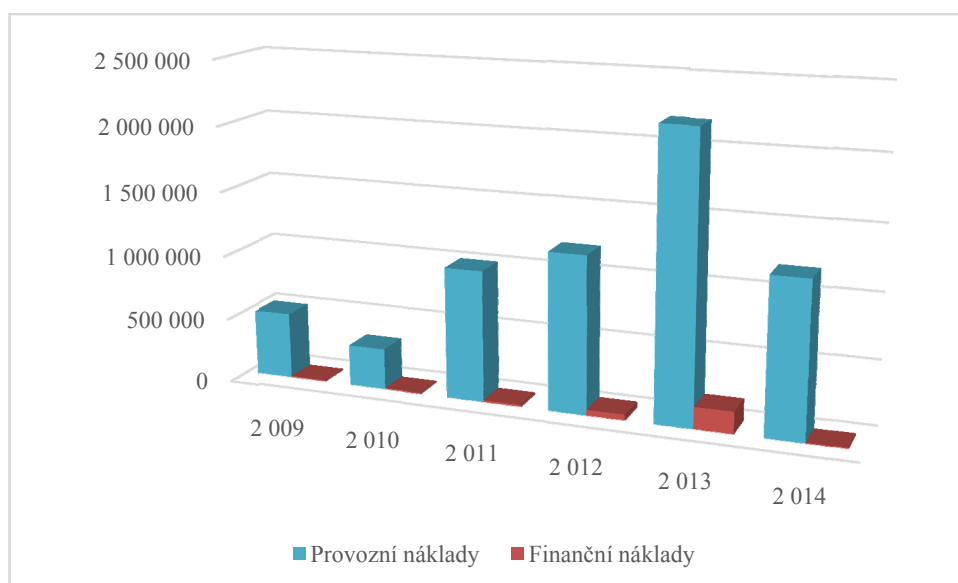


Zdroj: vlastní zpracování

3.4.2 Vývoj nákladů, tržeb a zisku

Následující graf vypovídá o vývoji provozních a finančních nákladech společnosti mezi lety 2009-2014. Společnost v uvedených letech nevykazovala žádné mimořádné náklady. Mezi lety 2009 a 2010 je patrné snížení provozních nákladů z částky 511 719 tis. Kč na částku 317 372 tis. Kč. Pokles nákladů je způsoben zejména snížením výkonové spotřeby z částky 348 061 tis. Kč na 289 379 tis. Kč a nákladů vynaložených na prodané zboží z částky 61 664 tis. Kč na 25 473 tis. Kč. Mezi lety 2012 a 2013 provozní náklady výrazně vzrostly a to z částky 1 208 022 tis. Kč na 2 192 947 tis. Kč. Zvýšení nákladů bylo způsobeno obrovským zvýšením ostatních provozních nákladů a také výkonové spotřeby. Výraznou změnu finančních nákladů v roce 2013 zapříčinilo zvýšení nákladových úroků a to čerpáním leasingového úvěru na nákup 26 osobních automobilů. Poslední splátka úvěru proběhne až koncem roku 2016.

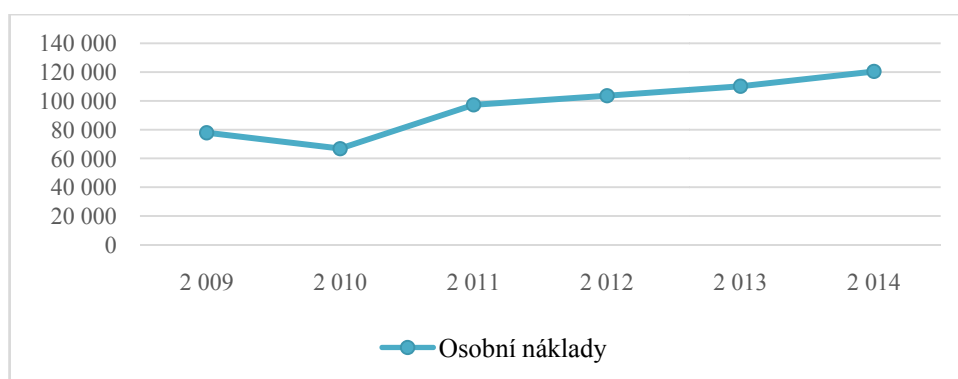
Graf 3-3 Vývoj nákladů podniku v letech 2009-2014 (v tis. Kč)



Zdroj: vlastní zpracování

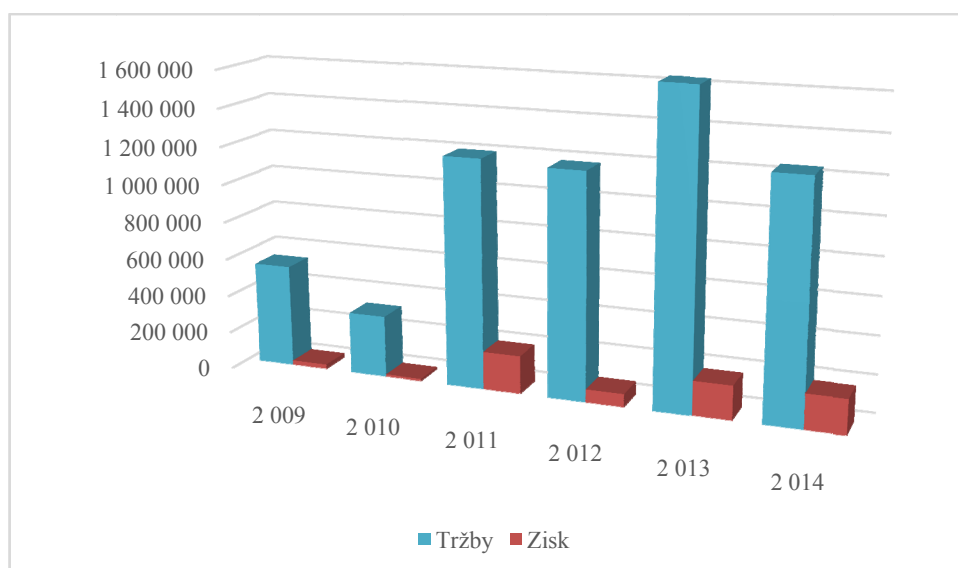
Graf č. 4 představuje vývoj osobních nákladů ve společnosti BLOCK a.s.. Osobní náklady jsou tvořeny mzdovými náklady, odměnami členům orgánů společnosti a družstva, náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění a sociálními náklady. Od roku 2010 osobní náklady ve společnosti stabilně rostou s přibývajícím počtem zaměstnanců. V roce 2010 pracovalo ve společnosti 151 zaměstnanců, kdežto v roce 2014 je přepočtený stav zaměstnanců 208.

Graf 3-4 Vývoj osobních nákladů v podniku v letech 2009-2014 (v tis. Kč)



Zdroj: vlastní zpracování

Graf 3-5 Vývoj tržeb a zisku v letech 2009-2014 (v tis. Kč)



Zdroj: vlastní zpracování

Mezi lety 2010 a 2011 a také 2012 a 2013 výrazně vzrostly tržby, zejména tržby za prodej vlastních výrobků a služeb. V roce 2011 společnost uskutečňovala hlavně podnikatelské činnosti na území České republiky, a to ze 72,7%. V roce 2013 tvořily zahraniční tržby 69,5 % z celkových tržeb v částce 1 246 031 tis. Kč, tyto tržby vznikly díky obchodním transakcím s majetkově propojenými osobami – se společnostmi FOR Clean a.s., BLOCK Sp. Z o.o. a OOO BLOCK.

3.4.3 Finanční zdraví podniku

Funkcí finanční analýzy podniku je souhrnně formulovat finanční zdraví podniku. Při zjišťování finančního zdraví podniku prozkoumáváme všechny důležité oblasti, které vytvářejí finanční stabilitu a výkonnost podniku, díky tomuto prošetření můžeme zavčas odhalit některé choroby a potíže podniku a pokusit se o jejich vyléčení.

„Obvyklé je považovat podnik za finančně zdravý tehdy, jestliže zhodnocuje vložený kapitál, nemá problémy se včasným uhrazováním splatných závazků a je ve svém rozhodování nezávislý.“⁴²

V diplomové práci budou následně vypočítány některé ukazatele rentability, likvidity a finanční stability.

Ukazatele rentability

Rentabilita aktiv (ROA) – vyjadřuje rentabilitu vloženého kapitálu bez ohledu na to, z jakých zdrojů je financována, vyjadřuje, kolik Kč zisku připadá na 1 Kč aktiv a vypočítá se jako:

$$\text{Rentabilita aktiv (ROA)} = \frac{\text{Zisk (EBIT)}}{\text{Celková aktiva}} \quad (15)$$

Při výpočtu ROA využíváme v čitateli ukazatele zisku na úrovni EBIT (angl. Earnings before Interest and Taxes). Z výkazu zisku a ztráty použijeme ukazatel „Výsledek hospodaření před zdaněním“ a k tomuto výsledku hospodaření přičteme „Nákladové úroky“. Do jmenovatele zadáváme hodnotu celkových aktiv.⁴³

Rentabilita aktiv je mezní úrokovou sazbou, při které je úvěr ještě výhodný. Hodnota ukazatele ROA by měla být vyšší než právě výše úroků z bankovních úvěrů, jinak nemá provozování podnikatelské činnosti pro podnikatele význam.

Rentabilita tržeb (ROS) – vyjadřuje, kolik zisku bylo vyprodukováno v jedné koruně tržeb, měří tedy ziskovost tržeb a počítá se jako:

$$\text{Rentabilita tržeb (ROS)} = \frac{\text{Zisk (EBIT)}}{\text{Tržby}} \quad (16)$$

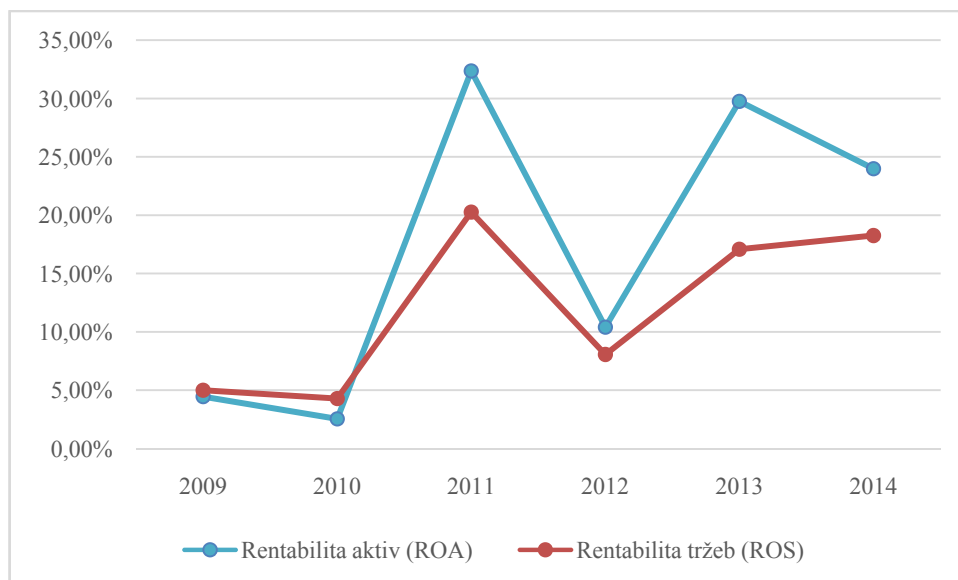
⁴² Kubičková, Jindřichovská (2015, s. 14)

⁴³ Tamtéž s. 124-125.

Ve jmenovateli ukazatele ROS používáme „Tržby“ jako součet „Tržeb za prodej zboží“ a „Tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb“

Vývoj rentability aktiv a tržeb nám ukazuje následující tabulka a graf.

Graf 3-6 Rentabilita aktiv (ROA) a rentabilita tržeb (ROS) v letech 2009-2014



Zdroj: vlastní zpracování.

Rentability v letech 2009 a 2010 vykazují velice nízkých hodnot. Znamenalo by to, že na 1 Kč aktiv (v případě ROA) nebo 1 Kč vyprodukovaných tržeb (v případě ROS) připadne necelých 5 haléřů zisku. V dalších letech se ukazatelé zlepšují, ale kolísají, a dochází opět v roce 2012 k velkému propadu.

Ukazatele likvidity

Běžná likvidita (3. stupně) – vyjadřuje, kolikrát by byl podnik schopen uspokojit věřitele, kdyby veškerá oběžná aktiva proměnil na hotovost, a vypočítá se jako:

$$Běžná\ likvidita = \frac{Oběžná\ aktiva}{Krátkodobé\ závazky} \quad (17)$$

Běžná likvidita by se měla pohybovat v rozmezí od 1,6-2,5, přitom nesmí nikdy klesnout pod hodnotu 1.⁴⁴

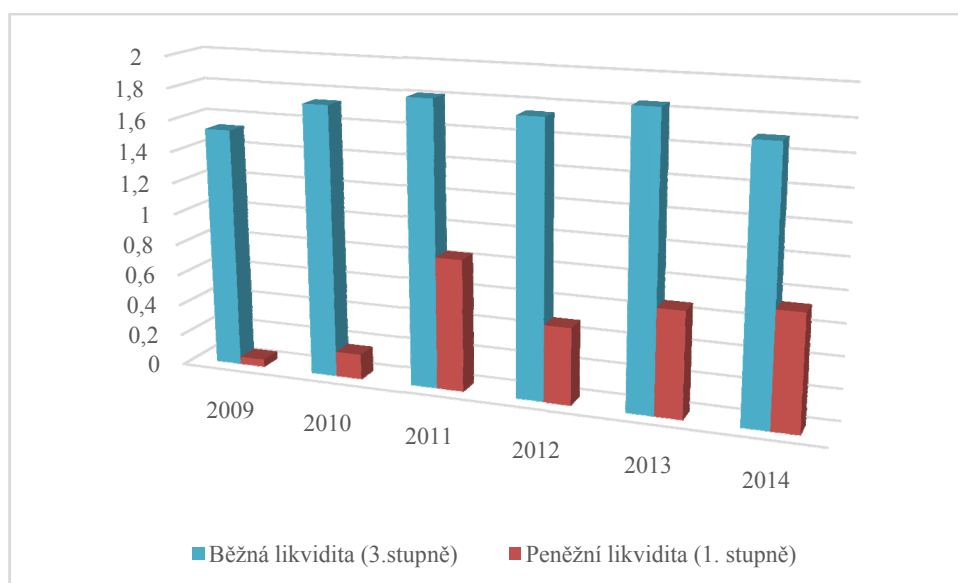
Peněžní likvidita (1. stupně) – využívá k výpočtu nejlikvidnější složku oběžných aktiv a to krátkodobý finanční majetek, který zahrnuje nejen peníze v pokladně a bankovních účtech, ale také krátkodobé cenné papíry jako například šeky a směnky. Jedná se o nejpřísnější ukazatel likvidity a vypočítá se jako:

$$Peněžní\ likvidita\ (1.\ stupně) = \frac{Krátkodobý\ finanční\ majetek}{Krátkodobé\ závazky} \quad (18)$$

Peněžní likvidita by měla nabíhat hodnot v intervalu od 0,2 až 0,5, popřípadě 0,2 až 1,0.

⁴⁴ Vochozka (2011)

Graf 3-7 Vývoj běžné a peněžní likvidity v letech 2009-2014



Zdroj: vlastní zpracování

Běžná likvidita společnosti BLOCK a.s. dosahuje doporučených hodnot, podnik je tedy schopen z oběžného majetku uhradit své do jednoho roku splatné závazky. Peněžní likvidita splňuje doporučené hodnoty v letech 2011-2014, ale v letech 2009 a 2010 se nachází pod doporučenými hodnotami. Může to být ovlivněno oborem činnosti, ve které firma působí, její strategií či postavením na trhu, a tyto faktory nejsou do konkrétních doporučených hodnot ukazatelů zahrnuty.

Ukazatele zadluženosti

Ukazatel věřitelského rizika – vyjadřuje podíl cizích zdrojů na jejich celkovém objemu, vypočítá se jako:

$$\text{Ukazatel věřitelského rizika} = \frac{\text{Cizí kapitál}}{\text{Celková aktiva}} \quad (19)$$

Hodnota ukazatele věřitelského rizika by měla činit 50%, podíl větší než 50% znamená vyšší zadluženost (cizí zdroje jsou větší než celková aktiva), naopak podíl nižší než 50% znamená nižší zadluženost a s tím související nízké využití efektu finanční páky. Avšak situaci, kdy se v podniku vyskytuje vyšší poměr cizího kapitálu nad celkovými aktivy, nemůžeme vždy

hodnotit jako finanční nestabilitu. Pokud je podnik i přesto schopen zhodnocovat kapitál ve vyšší míře, než je úroková míra z použití cizích zdrojů, může mít tento vysoký podíl cizích zdrojů pozitivní vliv na výnosnost vlastního kapitálu – jedná se o efekt finanční pátky.⁴⁵

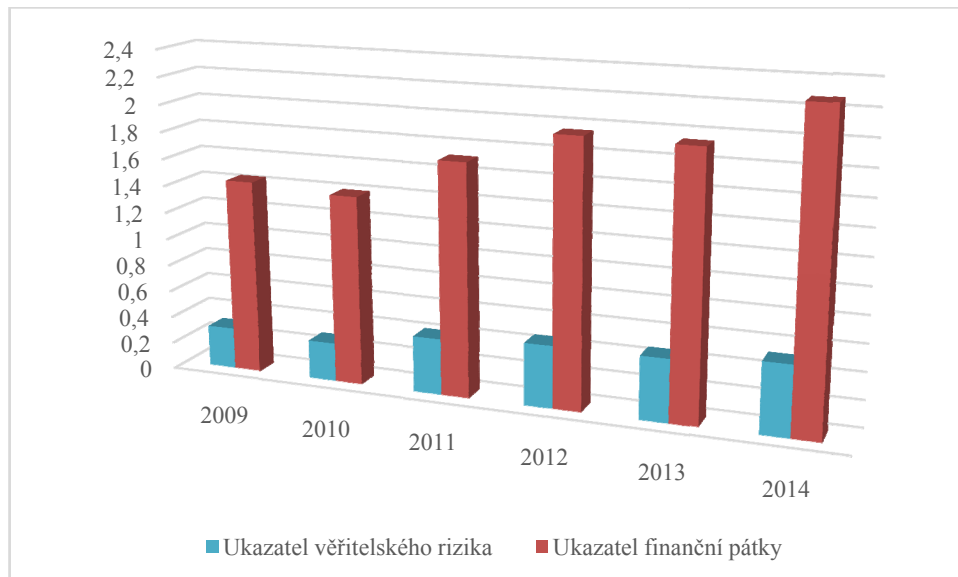
Ukazatel finanční páky – vypovídá o tom, kolikrát celkové zdroje převyšují zdroje vlastní a vypočítá se jako:

$$\text{Ukazatel finanční páky} = \frac{\text{Vlastní kapitál}}{\text{Celková aktiva}} \quad (20)$$

Čím vyšší je hodnota ukazatele finanční páky, tím nižší je podíl vlastního kapitálu na celkových zdrojích a vyšší míra zadlužení, a tím větší silou působí finanční páka na výnosnost vlastního kapitálu.

Optimální podíl vlastního kapitálu by měl být 25% a podíl kapitálu cizího kapitálu 75%, což odpovídá výši finanční páky maximálně ve výši 4.⁴⁶

Graf 3-5 Vývoj ukazatele věřitelského rizika a finanční páky v letech 2009-2014



Zdroj: vlastní zpracování

⁴⁵ Kubičková, Jindřichovská (2015)

⁴⁶ Kubičková, Jindřichovská (2015)

Z uvedeného grafu lze vidět, že společnost BLOCK a.s. není příliš zadlužena. Podíl cizích zdrojů se v průměru pohybuje okolo 40 %. V průběhu roku 2014 se hodnota věřitelského rizika zvýšila na 50 %. Ukazatel finanční páky se pohybuje v intervalu 1,40 až 2,28.

Ziskový účinek finanční páky

Dalším ukazatelem, který nám pomůže určit, zda má finanční páka kladný či záporný vliv na výkonnost vlastního kapitálu, je ziskový účinek finanční páky, který se vypočítá jako:

$$\text{Ziskový účinek finanční páky} = \frac{\text{Zisk před zdaněním}}{\text{Zisk před daněmi a úroky}} * \frac{\text{Celková aktiva}}{\text{Vlastní kapitál}} \quad (21)$$

První zlomek ve vzorci ziskového účinku finanční páky se nazývá **úroková redukce zisku**, kterou tvoří poměr zisku před zdaněním (EBT), v České republice označován jako výsledek hospodaření před zdaněním, a zisk před daněmi a úroky (EBIT), v České republice označován jako součet výsledku hospodaření před zdaněním a nákladových úroků.

Druhým zlomkem ve vzorci ziskového účinku finanční páky je samotným vzorec **finanční páky**, tedy podíl celkových aktiv a vlastního kapitálu.

V případě hodnoty ukazatele <1 finanční páka snižuje rentabilitu vlastního kapitálu, naopak v případě ukazatele >1 finanční páka zvyšuje rentabilitu vlastního kapitálu.

Tabulka 9 Výpočet ziskového účinku finanční páky v letech 2009-2014

Ukazatel	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Úroková redukce zisku	0,91	0,95	1,00	0,86	0,64	0,98
Finanční páka	1,44	1,40	1,71	1,95	1,94	2,28
Ziskový účinek finanční páky	1,31	1,33	1,71	1,68	1,25	2,23

Zdroj: vlastní zpracování

Ukazatel ziskový účinek finanční páky dosahuje velmi kladných výsledků. Hodnota ukazatele je v každém roce > 1, což znamená, že finanční páka zvyšuje rentabilitu vlastního kapitálu.

3.4.4 KralickuvQuick test

KralickuvQuick test je využívaným a spolehlivým nástrojem finanční analýzy. Skládá se ze čtyř ukazatelů. Nejdříve hodnotíme oblast finanční stability a následně hodnotíme výnosovou situaci.

Mezi ukazatele finanční stability řadíme ukazatel kvóty vlastního kapitálu, který vypovídá o finanční síle podniku a ukazatel doby splácení nekrytých dluhů z cash flow, který vyjadřuje, za jakou dobu by byl podnik schopen splatit své krátkodobé i dlouhodobé dluhy.

$$\text{Ukazatel kvóty vlastního kapitálu} = \frac{\text{Vlastní kapitál}}{\text{Aktiva}} \quad (22)$$

$$\begin{aligned} \text{Ukazatel doby splácení nekrytých dluhů z cash flow} \\ = \frac{(\text{Krátk.} + \text{dlouh. závazky})}{\text{Cash flow}} \end{aligned} \quad (23)$$

Mezi ukazatele výnosové situace řadíme ukazatel rentability tržeb, který je upraven na rentabilitu tržeb zjišťovanou z cash flow a ukazatel rentability aktiv, který vyjadřuje výnosnost veškerých aktiv.

$$\text{Ukazatel rentability tržeb} = \frac{\text{Cash flow}}{\text{Tržby}} \quad (24)$$

$$\text{Ukazatel rentability aktiv} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Aktiva}} \quad (25)$$

Každému takto vypočítanému ukazateli přiřadíme známku ze škály hodnocení 1-5. Nejlepší výsledek dostane známku jedna, nejhorší výsledek dostane známku 5. Následně vypočítáme průběžnou známku z oblasti finanční stability, kterou vypočítáme jako aritmetický

průměr hodnocení kvóty vlastního kapitálu a doby splácení dluhů z cash flow, a průběžnou známku z výnosové situace, kterou vypočítáme jako aritmetický průměr hodnocení ukazatele rentability tržeb a rentability aktiv. Výslednou známku zjistíme opět aritmetickým průměrem hodnocení za obě oblasti.

Tabulka 10 KralickuvQuick test v letech 2009-2014

KralickuvQuick test společnosti BLOCK a.s.						
Ukazatel	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Kvóta vlastního kapitálu	70%	72%	58%	51%	52%	44%
• vlastní kapitál/aktiva	0,70	0,72	0,58	0,51	0,52	0,44
Doba splácení dluhu z CF	5,89	-172,70	1,53	5,14	2,30	2,68
• (krátkodobé + dlouhodobé závazky) /cash flow						
• cash flow = výsledek hospodaření + odpisy +/- rezervy	31294	-906	204307	81473	183418	187485
Cash flow v tržbách	5,77%	-0,28%	16,99%	6,88%	11,22%	15,05%
• cash flow/tržby						
ROA	4,46%	2,55%	32,36%	10,40%	29,76%	21,72%
• EBIT/aktiva						

Stupnice hodnocení ukazatelů

Ukazatel	výborně 1	velmi dobře 2	dobře 3	špatně 4	ohrožení 5
Kvóta vlastního kapitálu	> 30%	<20%;30%>	<10%;20%>	<10%;0%>	< 0%
Doba splácení dluhu z CF	< 3 roky	<3 roky; 5 let>	<5 let; 12 let>	<12 let; 30 let>	> 30 let
Cash flow v tržbách	> 10%	<8%; 10%>	<5%; 8%>	<0%; 5%>	< 0%
ROA	> 15%	<12%; 15%>	<8%; 12%>	<0%; 8%>	< 0%

Hodnocení firmy	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Kvóta vlastního kapitálu	1	1	1	1	1	1
Doba splácení dluhu z CF	3	5	1	3	1	1
Finanční stabilita	2	3	1	2	1	1
Cash flow v tržbách	3	5	1	3	1	1
ROA	4	4	1	3	1	1
Výnosová situace	3,5	4,5	1	3	1	1
Průměr	2,75	3,75	1	2,5	1	1

Nejhůře dopadl rok 2010 s výslednou známkou 3,75. Za špatné hodnocení může zejména cash flow v tržbách, které dosáhlo záporné hodnoty a také záporná doba splácení dluhu z DF. Z toho vyplývá, že podnik měl v roce 2010 problémy s finančním hospodařením. Je však třeba dávat pozor na správnou interpretaci záporných hodnot ukazatele doby splácení dluhu z CF. V případě, že je cash flow záporné a zároveň hodnota krátkodobého finančního majetku je nižší než hodnota cizích zdrojů, automaticky musíme dát ukazateli známku 5. Při generování záporného CF nikdy společnost nedostojí svým závazkům a dluh nesplatí. V letech 2011, 2013 a 2014 je společnost bonitní, tedy v dobré finanční situaci.

4 Vlastní aplikace metod oceňování a doporučení pro řízení hodnoty podniku

Cílem čtvrté kapitoly je stanovení hodnoty podniku BLOCK a.s. Ocenění bude provedeno na základě použití výnosové metody diskontovaných peněžních toků a metody ekonomické přidané hodnoty. Ocenění je vždy rozděleno na dvě fáze. V první fázi bude u obou metod zjištěna současná hodnota buď diskontovaných peněžních toků, nebo hodnota diskontované ekonomické přidané hodnoty. První fáze je odhadem, jedná se tedy o výpočet v období plánu, v našem případě v letech 2015-2017. Následně v druhé fázi bude vypočítána pokračující hodnota podniku.

Veškeré plánování budoucích hodnot rozvahy a výkazu zisku a ztráty jsme sestavili na základě konzultací

4.1 Metoda diskontovaných peněžních toků

První krokem při stanovení hodnoty podniku na základě metody diskontovaných peněžních toků, je vymezení korigovaného provozního výsledku hospodaření. Jelikož společnost neplánuje mezi lety 2015-2017 prodej dlouhodobého majetku a materiálu, ani se nebudou ve výkazech vyskytovat žádné položky, které by nesouvisely s provozním majetkem, a společnost neplánuje ani prodej cenných papírů a vkladů, budeme za korigovaný provozní výsledek hospodaření považovat provozní výsledek hospodaření z výkazu zisku a ztráty.

Při sestavení tohoto ukazatele do budoucna jsme spolu s finančním analytikem společnosti BLOCK a.s. vycházeli z plánu provozního výsledku hospodaření, který společnost plánuje v roce 2015 ve výši 111 573 800 Kč, v roce 2016 ve výši 87 871 422 Kč a v roce 2017 ve výši 136 170 539 Kč.

Tabulka 11 Výpočet volných peněžních toků společnosti BLOCK a.s.

Položka (v Kč)	2015	2016	2017
Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi	111 573 800	87 871 422	136 170 539
• Upravená daň z příjmů	21 199 022	16 695 570	25 872 402
Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních	90 374 778	71 175 852	110 298 137
• Odpisy	9 500 000	10 000 000	11 333 334
• Úpravy o nepeněžní operace (změna rezerv)	0	0	0
• Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku	-12 000 000	-12 500 000	-13 833 334
FCFF	87 874 778	68 675 852	107 798 137

Zdroj: vlastní zpracování

Upravenou daň vypočítáme vynásobením korigovaného provozního výsledku hospodaření a daňové sazby pro příslušný rok. Daň bude činit v letech 2015-2017 19 %.

Nyní se musíme zaměřit na položky, o které se ukazatel volných peněžních toků upravuje, tedy na odpisy, úpravy o nepeněžní operace a investice do provozně nutného dlouhodobého majetku.

Společnost BLOCK a.s. plánuje pro rok 2015 odpisy ve výši 9 500 000 Kč. Zároveň plánuje v letech 2015-2017 investice do provozně nutného dlouhodobého majetku. Ke konci roku 2015 plánuje společnost obnovení vozového parku o 5 automobilů značky Škoda Superb v hodnotě 2 500 000 Kč. Ke konci roku 2016 společnost plánuje obnovit dva další automobily v hodnotě 1 000 000 Kč a zároveň plánuje investici do upgradu softwaru DMS – Document management systému v hodnotě 1 500 000 Kč. Ke konci roku 2017 plánuje opět zakoupení upgradu softwaru ve stejné hodnotě jako v roce 2016 a navíc upgrade podnikového informačního systému ERP v hodnotě 1 000 000 Kč, dále také společnost uskuteční nákup dvou automobilů značky Škoda Superb.

Výpočet odpisů a investic do provozně nutného investovaného majetku znázorňuje následující tabulka.

Tabulka 12 Výpočet odpisů, investic do provozně nutného dlouhodobého majetku

	Skutečnost	Plán		
Položka (ke konci roku, v Kč)	2014	2015	2016	2017
Dlouhodobý majetek (automobily, software)	199 917 000	202 417 000	204 917 000	207 417 000
Odpisy	9 482 000	9 500 000	10 000 000	11 333 334
Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku		12 000 000	12 500 000	13 833 334

Zdroj: vlastní zpracování

Automobily byly zařazeny do 2. odpisové skupiny s dobou odepisování 5 let. Software DMS a podnikový informační systém, neboť se jedná o dlouhodobý nehmotný majetek, se bude odepisovat po dobu 36 měsíců. Veškeré investice vstupují do nákladů ve formě odpisů až následující rok po koupi a to z důvodu zakoupení dlouhodobého majetku vždy ke konci roku. Změna rezerv ani investice do provozně nutného pracovního kapitálu nejsou ve společnosti pro následující roky plánovány.

Následující tabulky zobrazují postup výpočtu výsledné hodnoty vlastního kapitálu. Pro diskontovanou úrokovou míru byla stanovena hodnota 10,5 % na základě minimální požadované ziskovosti stanovené představiteli společnosti.

Tabulka 13 Výpočet první fáze hodnoty podniku

Položka (v Kč)	2015	2016	2017
FCFF	87 874 778	68 675 852	107 798 137
• Odúročitel pro diskontní míru 10,5 %	0,9050	0,8190	0,7412
Diskontované FCFF k 1. 1. 2015	79 524 686	56 244 428	79 895 887
• Hodnota první fáze k 1. 1. 2015	215 665 000		

Zdroj: vlastní zpracování

Nyní je třeba odhadnout tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze, tj. do nekonečna. Veličina g se bude odvíjet od tempa růstu hrubého domácího produktu. Odhad růstu hrubého domácího produktu zveřejněného českým statistickým úřadem činí 3,9 %. Náš odhad této veličiny nebude až tak pozitivní, v roce 2016 společnost očekává pokles ziskovosti tržeb, a proto hodnotu tempa růstu zvolíme na hodnotu 3,5 %.

Za použití Gordonova vzorce vypočítáme pokračující hodnotu podniku.

$$FCFF_{T+1} = 107\,798\,137 \times (1 + 0,035) = 111\,571 \text{ tis. Kč}$$

$$PH = \frac{111\,571}{(0,105 - 0,035)} = 1\,593\,871 \text{ tis. Kč}$$

Tabulka 14 Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu

Položka (v tis. Kč)	
Současná hodnota 1. fáze	215 665
Současná hodnota 2. fáze (PH/1,105 ³)	1 181 317
Provozní hodnota brutto	1 396 982
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	4 831
Provozní hodnota netto	1 392 151
Výsledná hodnota vlastního kapitálu k 1. 1. 2015	1 392 151

Zdroj: vlastní zpracování

Z tabulky vyplývá, že provozní hodnota brutto je dána součtem současné hodnoty první a druhé fáze. Výsledná hodnota vlastního kapitálu se zjistí odečtením úročeného cizího kapitálu od provozní hodnoty netto. Výsledná hodnota vlastního kapitálu k 1. 1. 2015 byla stanovena na 1 392 151 tis. Kč.

4.2 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Ocenění společnosti BLOCK a.s. metodou ekonomické přidané hodnoty provedeme tak, že vypočítáme hodnotu ukazatele EVA v jednotlivých letech. Nejdříve vyjdeme z minulosti ze známých dat, následně vypočítáme hodnoty v jednotlivých letech plánu.

Ekonomická přidaná hodnota vychází zejména z čistého operačního zisku (NOPAT) a hodnoty čistých operačních aktiv (NOA). Hodnoty potřebné pro výpočet čistého operačního zisku pro období plánu jsme rámcově odhadli na základě finančního plánu zpracovaného společností BLOCK a.s.

Následující tabulka zachycuje výpočty ukazatele čistého provozního výsledku hospodaření v jednotlivých letech.

Tabulka 15 Výpočet čistého provozního výsledku hospodaření

Výpočet NOPAT (čistý provozní zisk)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Tržby z prodeje zboží	83 150	36 928	105 308	122 849	109 182	42 546	110 000	90 000	130 000
Výkony	441 663	287 107	1 125 518	1 050 349	1 552 122	1 215 552	950 000	900 000	1 150 000
- Náklady na zboží	61 664	25 473	75 488	87 960	76 215	34 292	57 000	46 636	67 364
- Výkonová spotřeba	348 061	218 827	833 620	884 842	1 274 164	880 055	760 000	729 000	943 000
Přidaná hodnota	115 088	79 735	321 718	200 396	310 925	343 751	243 000	214 364	269 636
- Osobní náklady	77 873	66 857	97 260	103 591	110 213	120 444	126 466	122 672	128 806
- Daně a poplatky	317	331	343	1 886	1 110	885	1 000	1 100	1 110
- Odpisy dlouhodobého majetku	3 033	5 028	6 402	9 030	8 747	9 482	9 500	10 000	11 333
Upravený provozní výsledek hospodaření	33 865	7 519	217 713	85 889	190 855	212 940	106 034	80 592	128 387
Sazba daně z příjmů	20%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
- Daň z příjmů	6 773	1 429	41 365	16 319	36 262	40 459	20 146	15 312	24 394
Čistý provozní výsledek hospodaření	27 092	6 090	176 348	69 570	154 593	172 481	85 888	65 280	103 993

Zdroj: vlastní zpracování

Druhým krokem, bez kterého bychom se neobešli při stanovení hodnoty podniku, je výpočet vážených nákladů na kapitál. Důležitý je výpočet vlastního a cizího kapitálu, které odvodíme pro budoucí roky z plánované rozvahy společnosti BLOCK a.s. Při výpočtu nákladovosti jsem vycházela z historických údajů a zároveň z konzultací. Zadluženost se společnost snaží udržet ve stabilní výši.

Tabulka 16 Výpočet vážených nákladů na kapitál

Výpočet WACC (vážené náklady na kapitál)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Průměrná hodnota úroků z úvěrů	3,00%	3,00%	3,00	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Daňová sazba (1 - aktuální sazba daně z příjmů)	80,00%	81,00%	81,00%	81,00%	81,00%	81,00%	81,00%	81,00%	81,00%
Cizí kapitál úročený v tis. Kč	18 369	0	0	3 867	4 874	4 831	4 942	4 894	4 912
Vlastní kapitál v tis. Kč	422 408	393 041	439 494	469 932	483 793	460 411	473 612	457 520	483 660
Celkový úročený kapitál	440 777	393 041	439 494	473 799	488 667	465 242	478 554	462 414	488 572
Poměr cizího kapitálu	0,04	0,00	0,00	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Poměr vlastního kapitálu	0,96	1,00	1,00	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99
Požadovaná hodnota rentability vlastního kapitálu	10,50%	10,50%	10,50%	10,50%	10,50%	10,50%	10,50%	10,50%	10,50%
Vážené náklady na kapitál	10,16%	10,50%	10,50%	10,43%	10,42%	10,42%	10,42%	10,41%	10,42%

Zdroj: vlastní zpracování

Při výpočtu ukazatele EVA vycházíme z výpočtu čistých operačních aktiv. Do operačních aktiv budou zahrnuta jen aktiva, která slouží k zajištění hlavního provozu podniku.

Tabulka 17 Výpočet ukazatele EVA

Výpočet EVA (entity) z NOA	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
NOPAT	27 092	6 090	176 348	69 570	154 593	172 481	85 888	65 280	103 993
Stálá aktiva	351 687	278 607	186 844	193 710	168 919	199 917	223 560	225 600	228 320
Čistý pracovní kapitál	87 843	114 042	251 853	307 453	351 642	345 844	343 000	381 000	392 240
Stálá aktiva + čistý pracovní kapitál (NOA)	439 530	392 649	438 697	501 163	520 561	545 761	566 560	606 600	620 560
WACC	10,16%	10,50%	10,50%	10,43%	10,42%	10,42%	10,42%	10,41%	10,42%
Náklady kapitálu	44 667	41 228	46 063	52 292	54 240	56 848	59 017	63 175	64 655
EVA entity (NOPAT - náklady kapitálu)	-17 575	-35 138	130 284	17 278	100 353	115 634	26 871	2 105	39 338

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 18 Výpočet EVA pro první fázi

Výpočet EVA pro první fázi (tis. Kč)	2015	2016	2017
EVA	26 871	2 105	39 338
Odúročitel pro diskontní míru 10,5%	0,9050	0,8190	0,7412
Diskontovaná EVA	24 318	1 724	29 156
Hodnota první fáze k 1. 1. 2015	55 197		

Zdroj: vlastní zpracování

Diskontováním ukazatele EVA a jeho následným součtem v jednotlivých letech plánu, získáváme hodnotu první fáze. Opět za použití Godonova vzorce vypočítám EVA v prvním roce druhé fáze a následně budeme schopni vyčíslit pokračující hodnotu.

$$Eva \text{ v prvním roce druhé fáze (rok 2018)} = NOPAT_{2018} - NOA_{2010} \times WACC$$

$$EVA (\text{rok 2018}) = 103\,993 \times 1,035 - 620\,560 \times 0,105 = 42\,474 \text{ tis. Kč}$$

$$PH = \frac{EVA_{2011}}{WACC - g} = \frac{42\,474}{0,105 - 0,035} = 606\,771 \text{ tis. Kč}$$

Tabulka 19 Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu

Položka (v tis. Kč)	
Současná hodnota 1. fáze	55 197
Současná hodnota 2. fáze (PH/1,105 ³)	449 716
MVA	504 913
NOA k datu ocenění (tj. k 31. 12. 2014)	545 761
Provozní hodnota brutto	1 050 674
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	4 831
Provozní hodnota netto	1 045 843
Výsledná hodnota vlastního kapitálu	1 045 843

Zdroj: vlastní zpracování

Jak jde z tabulky vidět, součtem současné hodnoty první a druhé fáze dostaneme tržní přidanou hodnotu. Dalo by se říct, že se jedná o hodnotu provozního goodwillu. Přičtením čistých operačních aktiv dostaneme provozní hodnotu brutto. My ale zjišťujeme provozní hodnotu netto, neboli výslednou hodnotu vlastního kapitálu, a proto musíme od provozních hodnot brutto odečíst úročený cizí kapitál k datu ocenění. Výsledná hodnota vlastního kapitálu pomocí ukazatele EVA nám vyšla 1 045 843 tis. Kč.

4.3 Doporučení pro řízení hodnoty podniku

Hodnota podniku zjišťovaná na základě metody diskontovaných peněžních toků nám vyšla 1 392 151 tis. Kč, kdežto při použití metody ekonomické přidané hodnoty byla hodnota podniku oceněna částkou 1 045 743 tis. Kč, což je hodnota o 346 308 tis. nižší.

Hodnotu ukazatele EVA i hodnotu DCF ovlivňuje zakázková naplněnost společnosti. Logicky bez zakázek společnost nedosahuje vysokých tržeb, společnost disponuje s nízkým stavem peněžních prostředků.

A to se právě projevilo ve vývoji obou ukazatelů v odhadu roku 2016. Společnost předpokládá, že dojde v průběhu roku 2016 ke snížení tržeb, tím pádem i výsledku hospodaření tzn., dojde ke snížení zakázkové naplněnosti. Očekává se výrazné ovlivnění zahraničních investic, zejména v Rusku a to kvůli ukrajinské krizi a s ní souvisejících ekonomických sankcí Evropské unie a USA proti Rusku a zejména kvůli silné deprecaci ruské, ukrajinské a běloruské měny. Pro ruské investory se tak investice zdražují, musí nakupovat v českých korunách či eurech. Významný dopad má krize do obchodu, neboť se tyto investice již v roce 2014 zastavily, proto v roce 2016 společnost očekává tak velký propad ziskovosti.

Výpadek investic je očekáván také v České republice, který je způsoben přelomovým obdobím rozpočtů Evropské unie. Jedná se zejména o investice do vědeckých parků. Laboratoře investují do přístrojů a spolufinancují to ze zdrojů Evropské unie.

Výnosy z činností, které jsou plánovány na rok 2016 a 2017 vycházejí ze zakázkové naplněnosti a zároveň z takového objemu nabídek, kterým byla přiřazena pravděpodobnost větší než 75%. Předpokládá se, že ve čtvrtém kvartálu roku 2017 se tento propad částečně dožene a opět bude v podniku nárůst výsledku hospodaření.

5 Závěr

Cílem mé diplomové práce bylo vysvětlit vybrané metody oceňování, zejména ty výnosové. Poté aplikovat jejich propočet na společnost BLOCK a.s.

Při zpracování práce jsem vycházela z rozvahy, výkazu zisku a ztráty pro období 2009-2014. Pro období 2015-2017 byl zpracován finanční plán a pro rok 2018 následně vypočítána pokračující hodnota. Poté jsem přistoupila k následnému ocenění podniku.

Diplomová práce byla rozdělena do tří částí. V první kapitole jsem se věnovala především teoretické části, vysvětlení jednotlivých metod. Součástí druhé kapitoly byl popis společnosti BLOCK a.s. a následné vypočítání ukazatelů finanční analýzy. Třetí kapitola se věnovala výslednému ocenění společnosti.

Seznam použité literatury

Knižní zdroje:

- KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. Vyd. 1. Praha: C.H. Beck, 1999. ISBN 80-7179-227-6.
- KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2009. ISBN 978-80-247-2865-0.
- KUBÍČKOVÁ, Dana a Irena JINDŘICHOVSKÁ. *Finanční analýza a hodnocení výkonnosti firmy*. Vydání první. V Praze: C.H. Beck, 2015. ISBN 978-80-7400-538-1.
- MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.
- MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI*. Přepřac. a rozš. vyd. / . Praha: Ekopress, 2005. ISBN 80-86119-61-0.
- *Valuation techniques: discounted cash flow, earnings quality, measures of value added, and real options*. Editor David T LARRABEE, editor Jason Apollo VOSS. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc., 2013. ISBN 978-1-118-39743-5.
- VOCHOZKA, Marek. *Metody komplexního hodnocení podniku*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2011. ISBN 978-80-247-3647-1.

Internetové zdroje:

- BLOCK® | BLOCK a. s. [online]. [cit. 2016-04-20]. Dostupné z: <http://www.blockcrs.cz/>
- BLOCK a.s. *Příloha v plném rozsahu k účetní závěrce za rok 2009* [online]. Praha 9, Stulíková 1392, PSČ 19800 [cit. 2016-04-20]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=13464965&subjektId=305403&spis=82263>
- BLOCK a.s. *Výkaz zisku a ztráty 2009* [online]. Praha 9, Stulíková 1392, PSČ 19800 [cit. 2016-04-20]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=13464961&subjektId=305403&spis=82263>

- BLOCK a.s *Rozvaha 2009* [online]. Praha 9, Stulíková 1392, PSČ 19800 [cit. 2016-04-20]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=13464957&subjektId=305403&spis=82263>
- BLOCK a.s *Účetní závěrka r. 2010* [online]. Praha 9, Stulíková 1392, PSČ 19800 [cit. 2016-04-20]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=13464990&subjektId=305403&spis=82263>
- BLOCK a.s *Účetní závěrka, zpráva auditora r. 2011* [online]. Praha 9, Stulíková 1392, PSČ 19800 [cit. 2016-04-20]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=16603570&subjektId=305403&spis=82263>
- BLOCK a.s *Účetní závěrka [2012], zpráva auditora* [online]. Praha 9, Stulíková 1392, PSČ 19800 [cit. 2016-04-20]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=17151680&subjektId=305403&spis=82263>
- BLOCK a.s *Účetní závěrka [2013] příloha* [online]. Praha 9, Stulíková 1392, PSČ 19800 [cit. 2016-04-20]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=17796704&subjektId=305403&spis=82263>
- BLOCK a.s *Účetní závěrka [2013]* [online]. Praha 9, Stulíková 1392, PSČ 19800 [cit. 2016-04-20]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=17796703&subjektId=305403&spis=82263>
- BLOCK a.s *Účetní závěrka [2014], výroční zpráva [2014], zpráva auditora, zpráva o vztazích* [online]. Praha 9, Stulíková 1392, PSČ 19800 [cit. 2016-04-20]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=40887101&subjektId=305403&spis=82263>
- *EP Rožnov, a.s.* [online]. [cit. 2016-04-08]. Dostupné z: <http://www.epronov.cz/>
- *FAVING - FAVEA engineering, s.r.o. -- Váš partner v oblasti čistých technologií (čisté prostory, provozy atd.)* [online]. [cit. 2016-04-20]. Dostupné z: <http://www.faving.cz/>
- *Lab&Pharma* [online]. [cit. 2016-04-20]. Dostupné z: <http://www.labpharma.org/>
- *PROSPECT, spol. s r. o.* [online]. [cit. 2016-04-22]. Dostupné z: <http://www.prospect-praha.cz/>

Seznam grafů

Graf 1 Vývoj aktiv v letech 2009-2014 (v tis. Kč).....	42
Graf 2 Vývoj pasiv v letech 2009-2014 (v tis. Kč)	44
Graf 3 Vývoj nákladů podniku v letech 2009-2014 (v tis. Kč).....	45
Graf 4 Vývoj osobních nákladů v podniku v letech 2009-2014 (v tis. Kč)	45
Graf 5 Vývoj tržeb a zisku v letech 2009-2014 (v tis. Kč)	46
Graf 6 Rentabilita aktiv (ROA) a rentabilita tržeb (ROS) v letech 2009-2014.....	48
Graf 7 Vývoj běžné a peněžní likvidity v letech 2009-2014.....	50
Graf 8 Vývoj ukazatele věřitelského rizika a finanční páky v letech 2009-2014	51

Seznam obrázků

Obrázek 1 Organizační struktura společnosti BLOCK a.s.....	37
--	----

Seznam tabulek

Tabulka 1 Přehled základních metod pro oceňování podniku	17
Tabulka 2 Výpočet volného peněžního toku (FCF).....	20
Tabulka 3 Výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření	21
Tabulka 4 Výpočet volných peněžních toků pro vlastníky	25
Tabulka 5 Schéma výpočtu metody EVA	29
Tabulka 6 Schéma výpočtu hodnoty operačních aktiv.....	29
Tabulka 7 Analýza aktiv (v tis. Kč).....	42
Tabulka 8 Analýza pasiv (v tis. Kč).....	43
Tabulka 9 Výpočet ziskového účinku finanční páky v letech 2009-2014.....	52
Tabulka 10 KralickuvQuick test v letech 2009-2014.....	54
Tabulka 11 Výpočet odpisů, investic do provozně nutného dlouhodobého majetku.....	57
Tabulka 12 Výpočet první fáze hodnoty podniku.....	58
Tabulka 13 Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu	59
Tabulka 14 Výpočet čistého provozního výsledku hospodaření.....	59
Tabulka 15 Výpočet vážených nákladů na kapitál.....	60

Tabulka 16 Výpočet ukazatele EVA.....	61
Tabulka 17 Výpočet EVA pro první fázi.....	62
Tabulka 18 Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu.....	62

Seznam příloh

Příloha č.1 Výkaz zisku a ztráty společnosti BLOCK a.s.	69
Příloha č.2 Rozvaha společnosti BLOCK a.s.....	70

Příloha 3: Prohlášení o využití výsledků diplomové (bakalářské) práce

Prohlašuji, že

- jsem byl(a) seznámen(a) s tím, že na mou diplomovou (bakalářskou) práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou (bakalářskou) práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová (bakalářská) práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové (bakalářské) práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové (bakalářské) práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou (bakalářskou) práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 22.4.2016


.....
jméno a příjmení studenta